

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

UN NOUVEL ESSAI
DE
RÉFORME MONÉTAIRE
LE PROJET BELGE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PAR

HUON DE SEVIN

La soutenance publique aura lieu le mardi 1^{er} juin 1926, à 4 heures

Jury : M. OUALID, Professeur.

*Suffragants : } MM. MESTRE, Professeur.
AFTALION, Professeur.*

PARIS
JOUVE & C^e, ÉDITEURS

15, RUE RACINE, 15

1926

THESE
POUR LE DOCTORAT

**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni
improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

UN NOUVEL ESSAI
DE
RÉFORME MONÉTAIRE
LE PROJET BELGE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PAR

HUON DE SEVIN

La soutenance publique aura lieu le mardi 1^{er} juin 1926, à 4 heures

Jury : M. OUALID, Professeur.

*Suffragants : { MM. MESTRE, Professeur.
AFTALION, Professeur.*

PARIS
JOUVE & C^{ie}, ÉDITEURS
15, RUE RACINE, 15

1926



INTRODUCTION

L'INSTABILITE MONETAIRE

- I. — Ses signes et ses dangers.
- II. — Ses causes et ses remèdes.
- III. — Différentes méthodes de retour à la stabilité. — Les exemples contemporains.

I.

L'instabilité monétaire. — Ses signes et ses dangers.

La Belgique, depuis la guerre, vit, comme la majorité des Etats, dans un régime économique désaxé par l'instabilité monétaire. C'est la première fois depuis sa création en 1830 qu'elle se trouve en face d'un pareil problème. La raison en est simple ; c'est la première fois qu'elle a été mêlée à un conflit international. La monnaie, intermédiaire des échanges et commune mesure des valeurs, qui devrait être invariable comme l'est le mètre étalon, mesure des longueurs, varie chaque jour suivant un rythme imprévisible.

Cette instabilité est un danger pour tous. Le con-

sommateur voit s'élever les prix de détail. Le fonctionnaire et l'ouvrier pâtissent de l'augmentation du coût de la vie plus qu'ils ne profitent du relèvement des traitements et des salaires; car, le deuxième phénomène ne fait que suivre le premier; et un temps, plus ou moins long, s'écoule avant le réajustement, pendant lequel le fonctionnaire ou l'ouvrier doit faire face à des dépenses plus lourdes avec des gains stationnaires. L'adaptation d'ailleurs, même réalisée, n'est souvent qu'imparfaite, et la majoration apparente des traitements et des salaires marque souvent un pouvoir d'achat diminué.

L'honnête rentier dont le portefeuille est formé de valeurs « *à revenus fixes* » — valeurs d'Etat ou de grandes entreprises mi-officielles — connaît la gêne. Son coupon, dont le montant nominal est resté identique, ne correspond qu'à une valeur réelle amoindrie. La preuve manifeste lui en est donnée par la baisse de la valeur du capital. S'il est contraint de réaliser son titre, il ne recevra qu'une somme doublement amputée, inférieure en chiffre au prix où il l'a acquis, et le prix de vente, nominalement inférieur au prix d'achat, l'est encore relativement du fait qu'il ne représente que de la monnaie dépréciée.

Devant la baisse des valeurs à revenus fixes, la faveur du public se porte sur les valeurs industrielles à dividende. Le rentier n'attend plus son revenu du paiement d'un coupon, mais de la supériorité du cours

où il espère vendre sur celui où il a acheté. La valeur de portefeuille est délaissée pour la valeur de spéculation. Chacun joue à la Bourse sur les valeurs étrangères. C'est l'instabilité des ressources particulières. Que survienne un soubresaut inattendu de la monnaie nationale, c'est la panique et peut-être la ruine des spéculateurs d'occasion au profit des spéculateurs professionnels. Chacun d'ailleurs, en jouant à la hausse des valeurs étrangères, aveuglé par son intérêt personnel immédiat, aide à la dépréciation de la monnaie nationale et accroît un mal dont il sera le premier à pâtir. L'instabilité monétaire vue dans ses conséquences sur les prix de détail, les traitements, les salaires et les rentes, c'est l'instabilité des ressources particulières, le déséquilibre des budgets familiaux, l'inutilité et partant l'abandon des sages principes de l'économie domestique.

L'augmentation du coût de la vie diminue les disponibilités de chacun. Chaque particulier souffre d'une crise de Trésorerie. Il ne dispose plus de ces sommes dont il n'avait pas un besoin immédiat et qui constituaient en quelque sorte son fond de roulement. Ne voulant pas les placer, en raison de cette destination, il les déposait dans les Banques. Ces dépôts permettaient le crédit commercial dans des conditions normales, c'est-à-dire, sans recourir à l'inflation. En période d'instabilité monétaire, on assiste à une diminution des dépôts; chacun vit au jour le jour.

L'épargne, rendue difficile par l'ascension des prix de détail, achève d'être découragée par la baisse continue de la monnaie. A quoi bon mettre de côté une somme dont la valeur décroîtra chaque jour ? Il ne faut pas confondre l'augmentation de la monnaie et l'augmentation des capitaux. Or, c'est l'épargne qui, par l'intermédiaire des placements, transforme la monnaie en capital. Les capitaux, ainsi formés, permettent l'amélioration des outillages et le progrès des entreprises.

Par la diminution des dépôts, l'industrie est menacée d'une diminution de crédit.

Par la diminution de l'épargne, elle risque d'être contrainte de manquer des capitaux indispensables à son développement.

Sans doute, en période d'instabilité monétaire, elle peut donner l'apparence de la prospérité. Les consommateurs, lorsqu'ils ont des ressources, détournés de la pratique des dépôts et de l'épargne par la crainte de l'avilissement de la monnaie, les consacrent à des achats parfois inutiles. Et c'est ainsi que certaines classes de la société peuvent donner à une époque l'apparence d'un luxe qui masque la gêne réelle des classes moyennes et ouvrières. L'augmentation des prix de détail peut également exciter la production. Malgré cet accroissement, les prix intérieurs restent inférieurs aux prix mondiaux, et cela constitue une prime à l'exportation. Cette prime à l'exportation

entraîne un développement dangereux de l'industrie. La nécessité pour elle de recourir fréquemment au crédit malgré la diminution des dépôts, amène les banques à l'inflation, ce qui aggravera le mal, ou à une politique d'argent cher, ce qui amènera des faillites et des liquidations forcées. Tôt ou tard surviendra un arrêt, et plus aura été grande cette prospérité factice, plus sera longue et désastreuse la crise de réadaptation. On a assisté dernièrement en Allemagne à la déconfiture des grandes entreprises nées de l'instabilité monétaire et de l'inflation — celles de Barmat, Stumm, Sichel et Stinnes même. Les biens d'Hugo Stinnes, évalués à sa mort à un demi-milliard de marks-or, ne sont plus que de quelques millions.

L'instabilité monétaire, malgré des apparences passagères, est néfaste aux intérêts véritables de l'industrie et du commerce. L'industriel ou le commerçant doit tenir compte, dans ses marchés et ses fournitures de matières premières, et, en conséquence, dans l'établissement de son prix de revient, d'un élément d'incertitude — la variation des changes. Il est amené à prélever sur l'acheteur une prime d'assurance contre l'augmentation éventuelle du montant de ses propres achats sur l'étranger.

Ainsi que le faisait remarquer en 1922 M. de Lavergne, secrétaire général de la Confédération générale de la production française, « aux méthodes pro-

fessionnelles fondées sur des bases certaines, se sont substituées par la force des choses des méthodes spéculatives ». L'honnêteté commerciale s'émousse au contact des réalités difficiles. Pour beaucoup, il est admis qu'un contrat ne s'exécute que s'il n'est pas défavorable. Sinon, on préfère plaider l'imprévision ou toute autre théorie juridique qui masque la mauvaise foi. Les Tribunaux, timides devant des demandes élevées, n'accordent à la partie lésée que des dommages-intérêts inférieurs au gain réalisé par le perdant. Et, d'autre part, le plaideur condamné, en faisant traîner son procès en longueur par des artifices de procédure, gagne un temps qui permettra à l'avisement croissant de la monnaie d'alléger pour lui la charge de dommages-intérêts dont la loi interdit de faire varier le montant nominal avec les variations de la valeur du franc.

Ainsi, le déséquilibre économique porte atteinte aux intérêts du commerce et de l'industrie, encore que, provisoirement, il puisse paraître les favoriser. Seule, l'audace peu scrupuleuse peut y trouver un profit durable.

L'instabilité monétaire amène des perturbations graves dans les contrats de Droit civil basés sur l'équivalence des prestations, notamment dans les baux à loyer et les prêts.

Les bailleurs refusent des engagements à long termes; ils ne consentent plus que des locations verba-

les, se réservant ainsi la faculté de résiliation et d'augmentation. Le locataire ne se sent plus qu'un hôte de passage. Il ne sait plus, ni le temps qu'il pourra demeurer chez lui, ni le loyer qu'il paiera. Une législation d'exception supplée tant bien que mal au défaut des contrats basés sur les accords de volontés. Chaque loi, votée pour un temps déterminé et court, laisse place à l'incertitude sur la situation qui sera créée lorsqu'elle aura cessé son effet. Craignant l'intervention de l'Etat, les propriétaires hésitent à construire. La crise des loyers persiste.

Les prêteurs ne peuvent plus consentir de prêts à long terme. Même pour un délai court, ils craignent d'être lésés par un avilissement de la monnaie. Ils en sont amenés à exiger un gros intérêt ou une reconnaissance de dette pour une somme supérieure à celle qu'ils ont effectivement versée. C'est la porte ouverte à l'usure.

Ainsi, l'instabilité monétaire trouble les rapports juridiques quotidiens.

L'Etat lui-même est le premier à en souffrir. Elle amène un déséquilibre budgétaire perpétuel. L'augmentation des prix de détail atteint l'Etat : directement, par les dépenses de toutes sortes qu'il effectue pour ses administrations et ses services; indirectement, par la majoration de traitements qu'il est obligé de consentir à ses fonctionnaires.

Les impôts ne sont pas recouvrés le jour où ils sont

votés; un temps considérable s'écoule entre ces deux époques; et si le montant nominal en est resté le même, la valeur réelle en a diminué avec la dépréciation monétaire. Pour équilibrer son budget, l'Etat doit faire appel à la Trésorerie. Mais la Trésorerie, elle-même, subit une crise. L'augmentation du coût de la vie diminuant les disponibilités particulières amène le public à demander le remboursement de sa créance à court terme sur l'Etat. Les demandes de remboursement pour peu que la confiance soit ébranlée, excèdent notablement les souscriptions nouvelles. L'Etat est contraint de recourir à l'inflation, non seulement pour équilibrer son budget, mais encore pour alimenter sa trésorerie. L'inflation amènera une aggravation du mal.

Ainsi, l'instabilité monétaire est un grave danger pour l'Etat.

Les conséquences nombreuses et néfastes de cette situation économique devaient amener les gouvernements des Etats d'après guerre à chercher une solution au problème.

Pour la Belgique, cette nécessité était encore plus grande que pour beaucoup d'autres pays, car elle ne se suffit pas à elle-même. Elle est dans l'obligation pour vivre de recourir à des échanges internationaux. La question des changes a donc pour elle une importance capitale. Elle est, avant tout, un pays industriel. La diminution des dépôts et de l'épargne risquait, si

elle se prolongeait d'être désastreuse pour l'industrie menacée d'être privée de crédit et de capitaux. Enfin, les esprits prévoyants craignaient l'ampleur de la crise de réadaptation si celle-ci était par trop retardée.

D'autre part, le parti socialiste au pouvoir voulait enrayer une situation particulièrement préjudiciable à sa clientèle électorale; il se flattait également de trouver dans une réforme conditionnée par le vote d'impôts nouveau, l'occasion d'appliquer ses théories fiscales en frappant la richesse acquise.

L'accord de Londres du 14 janvier 1925, qui déterminait la part de la Belgique dans les paiements allemands en exécution du Plan Dawes, et l'accord de Washington du 18 avril 1925, qui régla la question de la dette belge aux Etats-Unis, avaient éliminé quelques inconnues du problème.

A l'intérieur, les ruines avaient été restaurées, les usines étaient reconstruites, la capacité productrice du pays était reconstituée.

A l'extérieur, le groupe des pays qui avaient opéré leur réforme monétaire, devenait de jour en jour plus important. Après les réformes faciles de la Suède, de la Suisse, de la Hollande, de l'Espagne et de l'Angleterre, l'Autriche, la Hongrie, la Tchéco-Slovaquie, la Pologne, l'Allemagne, achevaient les leurs, plus laborieuses. Le danger augmentait de se trouver isolée, avec une monnaie instable, au milieu de pays revenus à l'étalon-or de change.

La Belgique et la France, comme l'Italie, restaient dans cette situation. Depuis la guerre, le franc français avait exercé une attraction constante sur le franc belge. Celui-ci avait suivi celui-là, dans toutes ses vicissitudes, en demeurant toujours quelques points au-dessous de lui. Prévoyant la nouvelle chute de la devise française, les gouvernants belges voulaient faire cesser cette solidarité. Ils ne cachaient d'ailleurs pas ce dessein, qui est très nettement exprimé dans un article de l' « Indépendance Belge » du 17 décembre 1925. Le résultat d'ailleurs, fut obtenu dès le mois d'août 1925. Le franc belge n'a pas suivi notre devise dans sa chute, et fait une prime d'ailleurs de plus en plus faible actuellement sur elle.

Ainsi, les raisons générales précédemment exposées rendaient nécessaires une réforme monétaire; certaines considérations particulières rendaient le moment opportun. Aussi, M. Janssen, Ministre des Finances de Belgique, ancien Directeur de la Banque Nationale et professeur d'économie politique à l'Université de Gand, jugea que l'heure était venue de préparer, pour le présenter aux Chambres, « un projet de loi relatif à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilisation monétaire ».

Après la guerre, on avait cru qu'à une inflation exagérée succéderait la déflation et le retour à l'or par le simple jeu des réactions économiques, et cela malgré les enseignements de l'école et du passé. Mais,

« à l'intérieur des pays comme dans le domaine international, l'après-guerre est une suite de résistances de la masse à l'évidence », selon la formule heureuse de M. Soudan, rapporteur. L'évidence, ayant pris la forme de troubles et de dangers pour chacun, fut enfin reconnue. On convint qu'il fallait une réforme, que le jeu des événements ne suffirait pas. On regarda les réalités en face. Il fallait préciser les causes et puis chercher les remèdes.

II.

L'instabilité monétaire. — Ses causes et ses remèdes.

La cause essentielle de l'instabilité monétaire, c'est le cours forcé, c'est-à-dire l'inconvertibilité du papier en or. La Belgique est sous ce régime depuis l'arrêt royal du 2 août 1914. Avec le cours forcé, la monnaie c'est le papier, ce n'est pas l'or. L'or n'est plus qu'une marchandise. Cette vérité a été dégagée très nettement par l'économiste Thornton dans sa controverse avec Ricardo; et Ricardo n'a pu répondre de façon satisfaisante à cette objection sérieuse contre sa théorie.

Il s'ensuit une dépréciation immédiate, car la monnaie de papier « a moins d'utilité que l'or » La monnaie de papier n'est utilisable que pour les échanges intérieurs. L'or sert en outre aux paiements interna-

tionaux et a une valeur due à son usage industriel, limite de sa dépréciation possible.

D'autre part, le papier n'a pas de valeur intrinsèque. Il n'a de valeur que par son utilité comme intermédiaire des échanges intérieurs et par la possibilité de sa « transformation en or » pour la certitude de sa circulation. Même en période de cours forcé, si le volume de la circulation fiduciaire n'est pas exagéré, et si l'encaisse, quoique insuffisante pour permettre la levée du cours forcé, est notable, la confiance peut permettre le maintien de valeur du billet grâce à l'espoir de la reprise prochaine des paiements en or.

Si la disproportion de l'encaisse et de la circulation fiduciaire est telle que le retour à la convertibilité au pair semble impossible, une dépréciation se produira, mais la dépréciation n'est pas exclusive de la stabilité.

Le billet n'aura plus sa valeur nominale; il aura une valeur moindre, qui pourra ne pas subir de diminution nouvelle si la circulation fiduciaire n'augmente pas, l'encaisse restant stationnaire, et si l'encaisse ne diminue pas, le chiffre de la circulation restant inchangé.

Mais cette stabilité est précaire; elle repose sur une confiance influencée par la situation économique, l'évaluation des nouveaux impôts, l'état des dépenses, et la politique générale du gouvernement, c'est-à-dire, par tout ce qui peut contenir une menace d'inflation. Elle est surtout à la merci de la spéculation qui, par

des ordres de vente et d'achat, peut déterminer des fluctuations qui seront accentuées par le contre-coup que celles-ci auront elles-mêmes sur la confiance.

Il n'y a pas de stabilité définitive sans convertibilité; aussi, dans son article 2, le projet de M. Janssen rétablit pour la Banque l'obligation de rembourser ses billets en espèces; mais, pour que la convertibilité ne soit pas un vain mot, il faut qu'il y ait une proportion suffisante entre l'encaisse et la circulation fiduciaire.

La circulation fiduciaire peut augmenter par suite d'émissions nouvelles. L'importance des émissions n'est pas en général la cause de la prime à l'or — elle ne fait qu'en déterminer l'ampleur. En effet, si les disponibilités du public en papier sont grandes, il peut offrir un prix plus élevé; au contraire, si la circulation est minime, ses disponibilités sont restreintes et le prix que le public peut offrir, limité. La prime à l'or n'aura qu'une ampleur atténuée.

Cependant, il peut arriver que si pour une encaisse donnée la circulation de papier devenait trop importante, le public prendrait peur et demanderait le remboursement de ses billets en masse. Pour défendre son encaisse, la Banque serait contrainte de demander le rétablissement du cours forcé; la monnaie ne serait plus l'or, mais le papier, et une nouvelle dépréciation commencerait.

Or, les émissions peuvent avoir deux causes : les besoins de l'Etat ou ceux du crédit commercial.

Pour que l'Etat ne soit pas contraint de recourir à l'inflation, il faut que son budget soit en équilibre. Ce fut le premier souci de M. Janssen, d'équilibrer le budget belge ; et avant même de déposer son projet de loi sur l'assainissement financier, il avait fait voter, fin décembre 1924, par la Chambre des Représentants et le Sénat en cinq jours et quatre nuits le budget des voies et moyens pour 1926 et les nouvelles lois fiscales.

La menace d'inflation qui résulte du crédit commercial est moins sérieuse ; on discute, d'ailleurs, pour savoir s'il s'agit là véritablement d'inflation, car les billets ainsi émis sont couverts par les traites escomptées. Nous aurons l'occasion de revoir plus loin cette question. C'est une difficulté qui ne peut être résolue à l'avance par un projet — il appartiendra, le cas échéant, à la Banque Nationale, de limiter ses émissions commerciales par une élévation raisonnable du taux de l'escompte.

L'encaisse métallique peut diminuer par suite de demandes trop importantes de remboursement. Ces demandes se produisent lorsque les détenteurs de billets auront besoin d'or, c'est-à-dire, auront des paiements à effectuer à l'étranger. Ce sera le cas lorsque la Balance des comptes sera défavorable. Il faudra donc rapatrier les capitaux belges, en empêcher l'exode de nouveaux, favoriser le tourisme, et surtout veiller à l'équilibre de la Balance commerciale, tâche

d'autant plus délicate que le retour à la stabilité monétaire aura pour conséquence directe la diminution des exportations.

La préoccupation principale du Gouvernement belge semble avoir été de provoquer le rétablissement de la stabilité par la levée du cours forcé, la limitation des émissions et la constitution d'une réserve or ; mais il ne faudrait pas qu'il oubliât d'assurer le maintien de la stabilité en équilibrant très sérieusement son budget et en défendant son encaisse par une politique économique appropriée. Nous étudierons donc successivement :

1° Le mécanisme du projet ;

2° Les conditions de la stabilité.

Mais auparavant, nous devons envisager les différentes méthodes dont on peut envisager l'emploi pour le retour à la stabilité.

III.

Les différentes méthodes de retour à la stabilité.

Les exemples contemporains.

Dans les périodes d'instabilité monétaire, les variations de la valeur de l'étalon ayant plus d'amplitude que celles de la valeur de n'importe quelle marchandise, on arrive à imputer la cause de tous les mouvements des prix aux variations de l'étalon.

Il semble que sa fixité doive avoir pour double conséquence la stabilité des prix et la stabilité des changes.

Celle-ci sans doute est assurée avec un étalon rattaché à l'or, tout au moins dans les relations avec les pays qui possèdent également un étalon or, car le change n'est que le prix de l'or.

Mais un étalon or n'assure pas obligatoirement la stabilité des prix. Indépendamment du fait que les prix des marchandises peuvent varier pour des considérations propres à la valeur de chacune d'elles (ce qui n'occasionne que des fluctuations partielles et particulières), ils peuvent subir une hausse ou une baisse générale par suite d'une variation dans la valeur de l'or lui-même.

Aussi, lorsqu'un pays est désireux d'atteindre à la stabilité économique, peut-il se poser la question de savoir s'il préfère avant tout la stabilité des changes ou celle des prix intérieurs.

Tous les pays d'après-guerre ont opté pour la première solution.

Mais, il convient de dire quelques mots des avantages et des inconvénients de la seconde, qui a pour protagoniste l'économiste anglais Keynes, lequel a exposé principalement ses idées lorsqu'il s'est agi de procéder à la réforme monétaire de son pays.

Les idées de Mr. Keynes — la stabilité des prix intérieurs.

Pour M. Keynes, le but à atteindre est la stabilité des prix.

Il critique la politique qui poursuit la stabilité des changes, c'est-à-dire la stabilité par rapport à l'or, car l'or est moins stable qu'avant la guerre. L'or n'est plus en fait la monnaie mondiale : il est devenu la monnaie nationale des Etats-Unis, et se confond pratiquement avec le dollar. Tout pays qui s'astreint à la stabilité des changes devient une dépendance économique de l'Amérique. Tous les facteurs qui influencent les prix aux Etats-Unis influencent le dollar, donc, l'or, et par voie de conséquence, les prix de tous les Etats dont la monnaie est rattachée à l'or. C'est la porte ouverte aux crises fréquentes. Au contraire, la stabilisation des prix est le moyen de les éviter.

Mr Keynes cite l'exemple des Indes. Lorsque, en 1910, il y eut une hausse générale des prix, la valeur ascendante de la roupie permit à ceux des Indes de rester stable. Lorsque, plus tard, les prix baissèrent partout, grâce à la dépréciation concomitante de la roupie, la stabilité se maintint aux Indes et il n'y eut pas de crise.

Il préconise, pour atteindre ce but, une politique de l'escompte, car il croit qu'une Banque Nationale peut régler les prix intérieurs, suivant qu'elle facilite ou qu'elle décourage le crédit.

D'un autre côté, il faudrait que la Banque appliquât une politique du change. Elle fixerait chaque semaine le prix d'achat ou de vente de l'or, d'après les variations de l'index-number.

Ce système est très critiquable. Les résultats en sont hypothétiques, les inconvénients certains, et la mise en application quasi impossibles. Il faudrait pour fixer le taux de l'escompte et le cours du change, une autorité infaillible.

D'ailleurs, si ce système peut prétendre satisfaire au but immédiat des Etats qui procèdent à leur réforme monétaire — la stabilité économique, il ne saurait en aucun cas convenir au but plus lointain que ceux-ci poursuivent — le retour à une situation normale définitive. La monnaie rattachée à l'or, le change stable, c'est une commune mesure identique pour tous les pays; c'est chacun d'eux placé monétairement dans une situation analogue à celle de son voisin; c'est une solution générale et en quelque sorte internationale.

L'application des théories de Mr Keynes mettrait le pays qui tenterait cette expérience dans un état d'exception; ce n'est qu'une solution particulariste.

Le gouvernement belge ne s'y arrêta pas. Le but du projet de M. Janssen est d'obtenir la stabilité du change, c'est-à-dire, la fixité du taux d'équivalence entre le franc belge et l'or, soit, pratiquement, la fixité de celui-ci par rapport au dollar et à la livre sterling.

Revalorisation, Dévalorisation.

Mais la convertibilité peut être envisagée de deux manières différentes, soit au pair par suite d'une revaluation de la devise nationale; soit à un taux inférieur au pair par suite d'une dévaluation, c'est-à-dire de la fixation définitive de la dépréciation qu'elle a subie.

Procédé de la dévaluation.

La revaluation, dont le but est le retour à la parité or, s'obtient par la déflation. Le but est atteint plus ou moins vite selon que la déflation s'effectue avec plus ou moins de lenteur. Cela dépend des conditions économiques.

Ce procédé est la conséquence directe de la doctrine de Ricardo. Pour lui, la hausse des prix est due à la surabondance de la monnaie. Or, la hausse des prix, augmentant les importations et diminuant les exportations, provoque une sortie d'or. Donc, hausse des prix et hausse des changes sont fonction de la trop grande quantité de monnaie. Pour revaluer celle-ci, il faut — et cela suffit — en diminuer la quantité.

Tocke, adversaire théorique de Ricardo, aboutissait à la même conclusion pratique. Il était également partisan de la déflation, mais, plus simplement, pour permettre effectivement le remboursement à vue et en or par la Banque, grâce à la diminution de la circulation, c'est-à-dire des engagements.

Ce procédé a été appliqué en France après la guerre de 1870-71 ; aux Etats-Unis après la guerre de Sécession.

Depuis 1918, l'Angleterre, la Hollande, la Suède, la Suisse et l'Espagne ont également tenté, avec plus ou moins de bonheur, de ramener leurs devises à la parité or.

La livre sterling n'avait subi qu'une dépréciation de 15 % en 1918 ; en 1920, cette dépréciation s'accrut jusqu'à atteindre 30 %. Le retour à la parité avait des dangers certains ; mais le gouvernement anglais obéit à une considération de prestige et aussi à un souci pratique — celui de rétablir la situation de Londres comme marché monétaire mondial.

Le Rapport Cunliffe, fidèle à la théorie quantitative, attribua à la surabondance de la circulation la hausse des prix et la baisse de la livre sterling. Le projet comporta donc une limite à l'émission des currency notes dans le but de diminuer la circulation, sans cependant en provoquer une contraction trop brusque. Effectivement, elle fut diminuée, et la livre se révalorisa, sans toutefois atteindre le pair. Mais ces deux phénomènes ne sont pas tant l'un la conséquence de l'autre que le double résultat d'un rétablissement de la balance des comptes et des plus-values budgétaires, qui permirent de retirer des billets de la circulation, tout en faisant disparaître du change l'élément spéculatif qui résulte, en cas de déséquilibre budgétaire,

de la crainte de voir le gouvernement recourir à une nouvelle inflation.

La revalorisation de la livre est en partie la cause de la crise économique qui affecte l'Angleterre et du chômage, car elle a amené une diminution des exportations. Pour que celles-ci fussent restées les mêmes, il eût fallu que les prix de revient eussent diminué dans la proportion où la monnaie se révalorisait ; mais cela ne se peut pas, en raison de ce qu'il n'est pas pratiquement possible de diminuer le coût de la main-d'œuvre, élément important du coût de production.

Voilà les enseignements que peut donner l'exemple contemporain de la Grande-Bretagne ; ils sont précisés par la tentative moins heureuse qu'effectua la Tchéco-Slovaquie en vertu des mêmes principes et dans le même but.

On se souvient que, dans la nuit historique du 25 au 26 février 1919, la *Tchéco-Slovaquie* se créa un système monétaire autonome en s'affranchissant de la dépendance de la Banque d'Emission de Vienne. Cette nuit-là, les frontières furent fermées. Les habitants durent faire estampiller les billets qu'ils possédaient ; seules les devises revêtues de l'estampille devinrent monnaie nationale, ayant cours légal. A ce moment-là, la circulation se montait à 10 milliards de couronnes environ.

En même temps, le gouvernement retint, à titre de

paiement anticipé d'un impôt sur le capital qu'il projetait, environ 3 milliards. Il restait donc 7 milliards. Il fut décidé que cette somme représentait le maximum de ce qui pouvait être émis pour le compte de l'Etat. Ainsi, la circulation était diminuée de 30 % environ, c'était la brusque déflation.

D'après la doctrine quantitative, elle aurait dû provoquer une hausse du change et une baisse des prix. Il n'en fut rien. La devise tchéco-slovaque continua de baisser et les prix continuèrent leur hausse.

Mais, en 1921, le change hausse et les prix baissent; la circulation diminue. Cette diminution se révèle la conséquence et non la cause de la hausse du change et de la baisse des prix.

Ce qui permit à ces deux phénomènes de se produire, ce fut d'abord le rétablissement de la balance des comptes, dû, non pas à l'excédent de la balance commerciale, car celle-ci fut toujours créditrice, mais à un mouvement de fonds favorable à la Tchéco-Slovaquie. La raison en est qu'à cette époque la couronne tchéco-slovaque apparut comme relativement stable aux capitalistes des pays limitrophes par comparaison à leurs devises nationales — mark allemand, couronne autrichienne, mark polonais.

En deuxième lieu, la hausse du change est due à la confiance qui naquit de l'équilibre budgétaire, équilibre réalisé grâce à la politique fiscale très énergique de M. Rasin.

La hausse du change (c'est-à-dire la révalorisation de la couronne tchéco-slovaque) a eu pour double conséquence économique une baisse des prix et une crise industrielle, s'accompagnant de liquidations forcées et de chômage.

En 1923, la hausse s'arrêta, le change se stabilisa, et la Tchéco-Slovaquie néanmoins poursuivit sa politique de déflation, mais sans résultats nouveaux, si ce n'est une aggravation de la crise industrielle par suite du poids trop lourd des charges fiscales. Les prix, malgré la baisse, sont égaux aujourd'hui à ceux des Etats-Unis. La Tchéco-Slovaquie est le pays européen où le coût de la vie est le plus élevé.

Sans doute des raisons spéciales peuvent expliquer cette politique, et la crise industrielle est peut-être voulue, afin d'orienter le pays vers l'agriculture trop négligée.

Il n'en résulte pas moins que la déflation; si elle ne s'accompagne pas de circonstances économiques favorables, et en particulier d'un excédent constant de la Balance des comptes, n'a pas pour effet la revalorisation que l'on escompte. Et la revalorisation s'accompagne inévitablement d'une crise industrielle grave.

Ainsi, il ressort de ces exemples que le procédé de la revaluation dans le but de revenir à la parité or, est extrêmement dangereux. La revalorisation, si elle est atteinte, ne s'accompagne pas d'une baisse sen-

sible des prix, car il y a, en raison de la hausse du change, une hausse de marchandises importées; et le prix de revient, en raison du coût de la main-d'œuvre, ne peut être notablement diminué. Le producteur ne peut pas compenser le renchérissement de ses produits à l'étranger, et son pouvoir d'exportation diminue. D'autre part, la baisse, pour si faible qu'elle soit, décourage l'industrie; le résultat est une crise aux conséquences dangereuses.

Ces conséquences auraient été, à elles seules, de nature à faire réfléchir la Belgique, pays industriel, et qui n'a pas dessein, comme la Tchéco-Slovaquie, d'affaiblir son industrie.

Mais en outre, le retour au pair ne peut être tenté que pour un pays dont la devise n'est que peu dépréciée.

Toocke, l'économiste anglais, qui, après les guerres de l'Empire, conseillait à son pays la revaluation par la déflation, ne le faisait que parce que la dépréciation de la livre n'était que de 5 % à 10 %; il trouvait normal que l'on appliquât en Russie le procédé de la dévaluation, car la devise russe avait subi une dépréciation de 300 %.

Mr Keynes proposa à la Conférence de Gênes d'adopter ce vœu: « Les pays dans lesquels la monnaie légale a une valeur or dépréciée de plus de 20 % au-dessous de sa valeur en 1914, sont invités à ne pas tenter un retour de leur circulation à la valeur or d'avant-guerre. »

Et cela s'explique aisément. Les pays dont la monnaie n'est que peu dépréciée, peuvent, par une déflation relativement minime et rapide, revenir à la parité or. La crise économique en est réduite, et on peut espérer qu'elle ne se perpétuera pas, qu'une réadaptation se produira vite et qu'au déséquilibre provoqué par la revalorisation de la monnaie, se substituera un équilibre nouveau basé sur la parité or.

Au contraire, lorsqu'il s'agit d'un pays dont la devise a subi une dépréciation forte, le retour à l'or, s'il peut être obtenu par la déflation, ne le sera que par une déflation d'une ampleur dangereuse et prolongée. La déflation lente, accompagnée d'une revalorisation lente, c'est la perpétuation désastreuse du vrai danger — l'instabilité monétaire. La crise qui éclate sera longue et importante. La situation économique connaîtra à la fois tous les inconvénients de la revalorisation et tous ceux d'une instabilité prolongée. La dépréciation trop appréciable du franc belge interdisait la possibilité d'une politique de retour à la parité or.

Aussi, le seul argument que firent valoir les parlementaires belges en faveur de la revaluation fut un argument sentimental. Accepter la dépréciation existante, c'est opérer un véritable prélèvement sur le capital de tous les créanciers qui ont contracté avant la guerre, c'est consacrer la ruine des rentiers, de ceux qui prêtèrent à l'Etat avant 1914. Argument certes, digne d'intérêt, mais inefficace.

En effet, un argument sentimental semblable existe contre la revaluation. Revaluer la monnaie nationale, faire disparaître la dépréciation existante, ce serait opérer un véritable prélèvement sur le capital des débiteurs qui ont contracté depuis 1918.

D'un côté, la spoliation des créanciers d'avant la guerre; de l'autre côté, celle des débiteurs d'après la guerre. Les intérêts particuliers s'opposent et se balancent. Il faut donc uniquement choisir d'après l'intérêt général. Or celui-ci exige une stabilisation immédiate.

Aussi, M. Janssen, Ministre des Finances, dans son exposé des motifs, M. Soudan, rapporteur de la Commission spéciale dans son rapport, ne s'arrêtèrent que quelques instants à cette hypothèse et l'écartèrent.

Procédé de la dévaluation.

La dévaluation, c'est la fixation nouvelle et définitive du poids d'or auquel équivaut l'unité monétaire de papier. C'est, en pratique, la consécration légale d'un état de fait.

Ce procédé s'est rencontré, à l'état pur, en République Argentine.

En général, il s'accompagne de la création d'une nouvelle monnaie. Parfois, les deux monnaies co-existent; elles s'échangent alors suivant une proportion déterminée. Le Brésil a connu, pendant une époque, la double monnaie.

Plus souvent, seule la nouvelle monnaie continue à

circuler; l'ancienne disparaît; c'est ce qu'on appelle la démonétisation, qui est une dévaluation à un taux voisin de zéro. L'après-guerre nous a fourni de nombreux exemples de ce procédé. En Autriche, Hongrie, Allemagne et Pologne, l'ancienne monnaie avait subi une dépréciation telle qu'il était nécessaire d'en opérer la totale substitution, afin de revenir à un régime économique normal.

De novembre 1919 jusqu'en août 1922, l'*Autriche* connut le cycle désastreux du déséquilibre économique. Les émissions de couronnes amenaient une hausse du change; la hausse du change entraînait une hausse des prix; la hausse des prix nécessitait des émissions nouvelles pour fournir de suffisants moyens de paiement, et le cycle recommençait.

Le déficit budgétaire, accru par la hausse des prix, rendait inévitable l'inflation, qui, de 35 milliards en janvier 1919 passa à 3,000 milliards en novembre 1922.

En août, la Société des Nations décida le sauvetage de l'Autriche. Aussitôt se produisit une hausse de la couronne par suite d'un renversement de la spéculation.

Le Gouvernement autrichien en profita pour entreprendre la stabilisation sur le taux de 70.000 couronnes pour un dollar; soit 14.400 couronnes-papier pour une couronne-or. C'était une tentative de stabilisation du change par le procédé de la dévaluation.

Le 18 novembre 1922, les émissions pour le compte de l'Etat étaient finies. En janvier 1923, était créée la nouvelle Banque Nationale, au capital de 30 millions de couronnes-or, avec pour mission de préparer la reprise des paiements en espèces. Son encaisse constituée en or et en devises or, devait servir de couverture à tous les engagements à vue, billets ou dépôts, application du banking principle. La proportion de 20 % au début s'éleva par la suite à 33 %. La Banque achetait et revendait à un taux fixe — c'était la stabilisation. En peu de temps son encaisse s'accrut, grâce au rapatriement des devises et aux crédits étrangers, ce qui permit d'assurer l'élasticité de la circulation, en l'augmentant au besoin car l'augmentation était gagée par l'accroissement de l'encaisse.

Il y eut une crise industrielle, inévitable ; mais elle fut moins grave en Autriche qu'en Tchéco-Slovaquie ; car l'Autriche avait opté pour la stabilisation immédiate au prix d'une dévaluation définitive, alors que la Tchéco-Slovaquie avait choisi une tentative de revaluation progressive par une déflation continue. En peu de temps se rétablit l'équilibre de la Balance des comptes.

Le 24 décembre 1924, une loi créait le schilling, monnaie nouvelle, qui s'échangea contre 10.000 couronnes de papier et représentait 0,21 d'or fin.

C'était la démonétisation pour raison de commodité.

La *Hongrie* avait traversé une période de dés-

ordre identique mais plus longue. Ce ne fut que le 17 octobre 1923 que la Société des Nations décida d'intervenir. Elle consentit un crédit de 250 millions de couronnes-or, produit d'un emprunt international, lequel était gagé sur les recettes des Douanes, des impôts sur le tabac, le sucre et le sel. Un contrôleur général délégué par l'établissement de Genève devait contrôler les gages.

La Société des Nations mettait à son aide deux conditions : la création d'une Banque d'émissions, à laquelle défense serait faite de prêter à l'Etat (elle fut créée le 24 juin 1924 au capital de 30 millions de couronnes-or), et le rétablissement de l'équilibre budgétaire.

Comme en Autriche, l'annonce de l'intervention de la Société des Nations amena une hausse de la couronne, par suite du renversement de la spéculation ; mais le Gouvernement hongrois ne sut pas saisir le moment opportun pour stabiliser le cours de sa devise et celle-ci baissa.

Aussi, lorsque la stabilisation fut décidée, elle le fut par rapport à la Livre, sur la base de 346.000 couronnes-papier. La Hongrie espère ainsi atténuer les inconvénients résultant pour elle du fait qu'elle a laissé passer le meilleur moment. Ainsi, pense-t-elle, la couronne hongroise pourra revenir à la parité avec la couronne autrichienne, lorsque la livre sterling aura réalisé la parité avec le dollar, puisque la première

est stabilisée par rapport à la livre et la deuxième par rapport au dollar.

La stabilisation eut pour conséquence une reconstitution partielle du marché monétaire par le retour à la pratique des dépôts, et un relèvement des prix intérieurs en marche vers les prix mondiaux. La crise industrielle fut atténuée, car la Hongrie est avant tout un pays agricole, et tout porte à croire que la Balance des comptes se rétablit, car elle ne vint pas troubler la stabilité de la couronne.

En *Pologne*, les déficits budgétaires contraignaient la Caisse territoriale des prêts à des émissions nouvelles ; une chute rapide du change s'ensuivait.

Pour éviter les déficits budgétaires, on créa en décembre 1922 une monnaie à compte stable, le zloty. Sa valeur était d'un franc-or. Chaque jour son équivalent en papier était calculé d'après le cours du dollar. Il fut employé dorénavant pour les emprunts et le paiement des impôts.

En février 1924, l'équilibre étant réalisé, le danger d'émissions pour le compte de l'Etat disparaissait.

Disparue la cause de la baisse du change, le Gouvernement polonais procéda à la stabilisation en dévaluant son mark. Un dollar s'échangea contre 9.300.000 marks polonais ; autrement dit, un zloty-or équivalait à 4.810.000 marks-papier.

La circulation était gagée. La Banque d'émission nouvellement créée, au capital de 100 millions de

zloty-or, la couvrit jusqu'à concurrence de 30 % par son encaisse, le reste l'étant par le portefeuille commercial.

Le zloty devint la monnaie nouvelle. Le mark était démonétisé. Il n'y eut aucun résidu d'inflation. Tous les billets émis pour le compte de l'Etat furent retirés de la circulation et remplacés par des zlotys.

L'effet de la réforme fut comme partout une crise de crédit, une hausse des prix et une crise industrielle.

En *Allemagne*, en 1923, le mark achevait sa descente prodigieuse. D'après les économistes allemands, la seule cause de la dépréciation de leur devise était le déficit de la balance des comptes, déficit dû aux charges des réparations succédant aux dépenses de la guerre. Le déficit de la balance des comptes entraînant une hausse des changes, celle-ci amenait une hausse des prix, et la hausse des prix nécessitait une inflation nouvelle.

Les faits ont démontré, eux-mêmes, le mal fondé de cette opinion intéressée. Dès que les émissions eurent cessé et qu'une monnaie nouvelle fut créée, le change haussa et la balance des comptes se redressa; les capitaux exportés revinrent.

Ainsi, la cause de l'inflation était, non pas tant la charge des réparations que le déficit budgétaire constant et la disparition des dépôts, ce qui obligeait la Banque, pour les besoins du commerce, à ajouter à l'inflation de l'Etat, une inflation privée.

La situation ne pouvant plus se prolonger et le mark tendant vers zéro, le Gouvernement allemand jugea le moment venu de procéder à la réforme monétaire. Il entreprit de créer une atmosphère de stabilité. Il émit des emprunts à valeur stable, puis il créa une monnaie de compte — le goldmark, dont l'équivalent était chaque jour déterminé en marks-papier par l'indication d'un multiplicateur, lequel était fixé d'après le cours quotidien du dollar.

Puis, en septembre 1923, fut créée la Rentenbank. Son but était de préparer la substitution de la monnaie-or, qu'on voulait rétablir, à la monnaie de papier qui circulait encore. Elle émit des Rentenmark, jusqu'à concurrence de 3.200 millions, ce qui était le montant de son capital, constitué par des créances hypothécaires sur l'agriculture et l'industrie.

Le Rentenmark était une monnaie intérieure; 1 Rentenmark s'échangeait contre 1 trillion de marks-papier. Pour les paiements à l'extérieur, on échangeait cinq trillions de marks-papier contre 1 dollar.

C'était la stabilisation possible, car la Reichsbank possédait un stock important de devises.

Le 31 janvier 1924, l'équilibre budgétaire était rétabli; c'était la garantie de maintien de la stabilité.

Quelque temps après, le plan Dawes rentrait en application. Un emprunt de 800 millions de marks-or finançait les réparations pendant la première année. Le produit de l'emprunt était versé à la Banque contre

des billets; les billets étaient remis aux fournisseurs des réparations, toutes en nature la première année.

La Reichsbank fit peau neuve. Son capital fut constitué à 400 millions de marks-or. Elle est sous le contrôle des pays prêteurs. Deux opérations lui sont permises: les avances sur certains titres et l'escompte de papier à 3 signatures et à moins de 3 mois. Il lui est interdit de prêter à l'Etat.

Les engagements à vue, billets de dépôts, doivent être gagés, les billets par une encaisse jusqu'à concurrence de 40 % par des dépôts jusqu'à 12 % par une réserve métallique et 40 % par des dépôts à vue de la Banque à l'étranger ou par des effets à moins de 30 jours.

La convertibilité fut rétablie en principe, mais elle ne jouera effectivement que plus tard.

Le résultat de la réforme fut une crise industrielle, hausse des prix intérieurs vers les prix mondiaux, diminution des exportations, stagnation de la production, accroissement du chômage — aggravé par une crise de crédit, la pratique des dépôts n'ayant pas repris avec suffisamment d'ampleur.

Un premier enseignement à tirer de ces exemples est que la stabilisation s'accompagne inévitablement d'une crise économique. Un projet bien conçu doit tenir compte de cette éventualité certaine. Nous verrons plus loin que le projet de M. Janssen ne s'en est pas suffisamment préoccupé.

Dans les différents pays dont nous venons de résumer les efforts, lorsque fut entreprise la réforme, les devises nationales étaient tombées à une valeur à peu près nulle; la dévaluation fut donc complète. Ce fut le plus injuste et le plus anti-démocratique des impôts sur le capital — la faillite monétaire totale.

En tous cas, la devise belge n'est pas suffisamment dépréciée pour qu'une faillite de cette sorte soit possible et pour qu'une démonétisation soit utile. Ce procédé ne fut même pas envisagé.

La dévaluation elle-même, sans démonétisation, pouvait-elle suffire en Belgique pour assurer la stabilité ?

Il faut remarquer que, dans les réformes contemporaines, certains facteurs spéciaux ont eu une importance dominante.

La Hongrie, l'Autriche, et, dans une certaine mesure, l'Allemagne, ont été aidées par les puissances étrangères. Les crédits que celles-ci consentirent, ont permis la stabilisation; mais cette aide ne fut accordée qu'au prix de l'institution d'un contrôle officiel de l'étranger sur les finances nationales, sujétion pénible à supporter et qu'on doit éviter si l'on peut.

D'autre part, dans les pays de l'Europe centrale, la dépréciation monétaire était si grande que, plus la masse de papier augmentait, plus la valeur totale en diminuait. Il arriva un moment — et ce fut celui que l'on choisit pour stabiliser — où une encaisse d'or

relativement faible fut susceptible de fournir un sous-bassement métallique suffisant.

De plus, à côté des devises nationales, dont beaucoup ne voulaient plus, circulaient, par la force des choses, des devises étrangères appréciées; une fois la stabilité réalisée, ces devises vinrent à la Banque s'échanger contre la monnaie nouvelle; l'encaisse en fut augmentée. Ainsi, la grande dépréciation permit de stabiliser avec une encaisse minime; et la circulation, à l'intérieur, de devises appréciées, consolida la stabilisation en augmentant l'encaisse.

Ce n'était pas le cas en Belgique, car la dépréciation du franc belge était limitée.

En procédant à une dévaluation sur la base du quart, c'est-à-dire, au cours de 100 francs belges = 1 livre, cours voisin de celui qui existait au jour du projet, l'encaisse de la Banque Nationale, qui est de 350 millions, aurait atteint 1,400 millions. La plus-value de 1 milliard environ aurait été appliquée à amortir la dette de l'Etat. Celle-ci serait passée, en conséquence, de 5,680 millions à 4,680 millions.

Mais le montant total des engagements à vue, billets et comptes-courants, est de 8 milliards.

A 8 milliards de passif n'aurait correspondu ainsi qu'une encaisse or de 1,400 millions. La levée du cours forcé eut été impossible.

En ajoutant à l'encaisse l'actif résultant des opérations de crédit, les engagements à vue n'auraient été couverts que jusqu'à concurrence de 41 1/2 %.

Le surplus, soit 58 1/2 %, l'aurait été par la créance de la Banque Nationale sur l'Etat belge.

La stabilité n'eût été en aucune façon assurée; le crédit du billet aurait continué d'être confondu avec celui de l'Etat; la valeur en aurait été influencée directement par tous les événements politiques.

Ainsi, la déflation seule est impuissante à assurer la stabilisation du franc belge. De plus, la déflation semblait à M. Janssen une faillite partielle; aussi, il projeta de ne pas fixer d'une façon définitive la dépréciation du franc.

Il n'entend pas le stabiliser; son projet a pour but unique d'en empêcher une dépréciation ultérieure. Le franc est dévalué, mais momentanément. La valeur en est fixée à un taux déterminé, mais provisoirement. Cette valeur sera celle que l'on devra, coûte que coûte, empêcher de baisser. Mais ce taux sera revisable, car cette stabilisation momentanée n'exclut pas, dans la pensée des auteurs du projet, la possibilité d'une revalorisation ultérieure.

C'est l'espoir que l'on abandonne aux rentiers à revenus fixes, qui acquièrent leurs titres autrefois.

M. Janssen compte, ainsi, renverser la spéculation qui, ne pouvant jouer qu'à la hausse, achètera du franc belge, ce qui amènera une augmentation de l'encaisse et une revalorisation progressive.

En réalité, cet espoir est fragile, et les plus optimistes se montrent prudents. Les déclarations des poli-

tiens et des financiers laissent à penser qu'une dévaluation définitive suivra la stabilisation, si celle-ci réussit.

Puisqu'on est hostile à la déflation, et qu'il n'y aura pas de contraction intentionnelle de la circulation, le franc ne pourra pas remonter. En effet, une monnaie rattachée à l'or ne se revalorise jamais automatiquement quelle que soit la prospérité économique — il faut une modification de sa quantité. Il est vrai que, sans réduire la circulation, on pourrait aboutir à une déflation indirecte, si le volume des transactions augmentant, la Banque Nationale se refusait à des émissions nouvelles, même pour les besoins du crédit. Mais c'est une éventualité sur laquelle il ne convient pas de fonder trop d'espérance.

En réalité, le projet belge, voulant assurer la convertibilité, constitue une encaisse or; et, pour mettre en équilibre son encaisse et sa circulation, ne pouvant réduire le volume de celle-ci par une déflation, il procède à une dévaluation.

Le reste n'est qu'espérer que ne partagent peut-être pas ceux-là mêmes qui le font naître, mensonges politiques destinés à apaiser des inquiétudes électorales.

PREMIÈRE PARTIE

LE MÉCANISME DU PROJET

LA SITUATION ACTUELLE.

Cours forcé et inflation.

Le 2 août 1914, le Roi des Belges signait un arrêté ainsi conçu :

« La Banque Nationale de Belgique est dispensée jusqu'à nouvel ordre de l'obligation de rembourser ses billets en espèces. Les billets doivent être reçus comme monnaie légale par les caisses publiques et par les particuliers nonobstant toute convention contraire. »

et la loi du 4 août 1914 dans son art. 4 stipulait :

« Sont confirmés et produisent leurs pleins et entiers effets....
3° L'arrêté royal du 2 août 1914 concernant les billets de la Banque Nationale. »

Ainsi, le cours forcé était établi en Belgique. Des mesures identiques avaient, d'ailleurs, été prises par tous les belligérants dès leur entrée dans la guerre.

Et cela se conçoit aisément. Il fallait défendre l'or

de l'encaisse, parce que jamais il n'avait été plus menacé et jamais il n'avait été plus utile.

Menacée, l'encaisse l'était par la panique qui accompagne l'arrivée des grandes catastrophes. Chacun retire ses dépôts; chacun veut échanger ses billets pour de l'or. Si l'on continuait les paiements en espèces, bientôt l'encaisse toute entière aurait disparu, et les billets non remboursés n'auraient plus aucune couverture métallique. Ce serait l'effondrement et la crise.

Nécessaire, l'or de l'encaisse l'était plus que jamais pour la défense nationale. Sans or, un pays ne peut faire la guerre. C'est avec de l'or qu'il doit payer les achats qu'il effectue à l'étranger et qui sont nécessaires pour les fournitures militaires et le ravitaillement de la population. C'est grâce à son or qu'on lui ouvrira des crédits. C'est l'or qui sera la garantie nécessaire des emprunts qu'il devra contracter.

Aussi, comprend-on qu'aussitôt reçu l'ultimatum de l'Allemagne, la Belgique ait établi le cours forcé pour défendre sa réserve de métal.

Il dura toute la guerre.

Après la guerre, il fut maintenu.

C'est qu'il y avait eu l'invasion allemande. Et l'Allemagne avait submergé le territoire belge non seulement de ses soldats, mais aussi de sa monnaie. Le mark devint monnaie courante et une ordonnance prise par le commandement allemand le 3 octobre

1914 lui conféra le cours forcé en Belgique au taux de fr. 1,25.

Après l'armistice, le gouvernement belge se trouva dans la nécessité de retirer en masse le papier allemand de la circulation, au cours de fr. 1,25, afin de ne pas léser les intérêts des possesseurs. Le Grand-Duché de Luxembourg s'est trouvé dans une situation identique, ainsi que la France pour l'Alsace-Lorraine.

La Belgique essaya d'émettre un emprunt national dont les titres devaient être souscrits au moyen de versements de marks, mais ce fut un échec.

Elle dut alors emprunter 5.800 millions à la Banque Nationale pour en opérer le retrait — c'était l'inflation.

D'autre part, l'Allemagne avait levé sur les provinces occupées des contributions de guerre. Pour en opérer le versement, les provinces avaient obtenu de la Banque Nationale un prêt de 480 millions, portant intérêt à 3 %. L'Etat prit, après l'armistice, cette dette à sa charge et en 1922 le taux de l'intérêt fut ramené à 1 1/2 %.

5.800 millions nécessités par le retrait du mark, 480 millions provenant de la prise en charge de la dette inter-provinciale — tels sont les deux seuls chefs de dette de l'Etat envers la Banque.

L'inflation en Belgique ne fut jamais un système; l'Etat ne l'a pas considérée comme un moyen de ressources; il a même remboursé, par versements suc-

cessifs, 600 millions à la Banque Nationale. Cela a, d'ailleurs, provoqué de très vives critiques, non pas contre le remboursement lui-même mais contre son imputation. On l'a imputé sur l'avance de 5.800 millions, au lieu de l'imputer sur la dette productrice d'intérêt. Cette imputation eût semblé plus normale; juridiquement, elle est même la règle d'après le Code civil; et elle eût allégé annuellement le budget d'environ 7 millions. Certains y ont vu une sollicitude intolérable du gouvernement pour les intérêts des actionnaires de la Banque.

La dette de l'Etat se monte donc aujourd'hui à 5.680 millions, ce qui représente les trois-quarts de la couverture du passif exigible de la Banque.

Mais, lorsque M. Janssen, dans son exposé des motifs, dit que la seule source de l'inflation, et conséquemment, du maintien du cours forcé est la reprise des marks, il ne dit qu'une partie de la vérité.

Ce n'est là que l'origine apparente. Les marks étaient venus en Belgique au fur et à mesure des besoins de la circulation. La substitution de la monnaie belge à la monnaie allemande n'a pas modifié le volume des moyens de paiement; il n'y a pas eu inflation, il n'y a eu qu'entérinement d'un état de fait.

Depuis la fin de 1918, le volume des billets en circulation a plus que doublé. En 1914, il était d'un milliard; 3.200 millions en 1918. En décembre 1919, il atteignait 4,780 millions, et 6.260 millions en 1920.

La marche continuait croissante: 6.410 en 1921, 6.870 en 1922, 7.540 en 1923, 7.614 fin 1925, ce qui représente, à l'heure actuelle, plus de 7 fois 1/2 le chiffre d'avant-guerre.

Sans doute le Luxembourg est entré dans l'Union économique, ce qui a élargi le champ de circulation du billet belge.

Mais les chiffres sont là. L'indice des prix de gros est passé de 100 en 1914, à 569 en novembre 1925, alors que pour 100 billets belges en 1914, il y en a 760 en 1925.

Cependant, il n'y a pas eu d'émission pour le compte de l'Etat depuis celle qui fut nécessitée par le retrait des marks. L'Etat a même opéré, ainsi que nous l'avons vu, des remboursements à la Banque pour une somme totale de 600 millions.

Or, le chiffre de la circulation a augmenté. C'est donc qu'il y a eu, à côté de l'inflation d'Etat, *une inflation privée*.

Ricardo soutenait qu'au point de vue de l'inflation il n'y a pas de différence à faire entre le papier émis pour faire des avances à l'Etat et celui que l'on émet pour les besoins du commerce, lorsqu'il y a cours forcé.

Certains bons esprits, au contraire, prétendent que ce n'est pas là de la véritable inflation. Les billets ainsi émis sont gagés par le portefeuille des effets de commerce, et ils reviennent à l'échéance des effets.

Ceci n'est pas complètement exact, car la couverture que constitue le portefeuille n'est pas liquidé. Il y a un montant de traites à peu près constant, qui correspond au besoin normal du crédit commercial. Ces traites se renouvellent sans cesse et les billets ne rentrent à l'échéance que pour ordre, car ils ressortent avant même d'être rentrés.

Ou bien, il faudrait une politique adéquate du taux de l'escompte ; cette politique est un des grands moyens de stabilisation de la monnaie.

La Banque Nationale n'a pas appliqué ce système après la guerre. Sans doute des émissions nouvelles étaient nécessaires à cause de la hausse des prix. Sans doute aussi, il fallut que les opérations de crédit des Banque se développassent puisque l'activité économique reprenait. Mais la Banque Nationale s'est laissée entraîner à une augmentation de crédit qui ne correspondait pas à un accroissement de la production ; l'inflation en est la suite inévitable.

Pour déterminer le taux de l'intérêt, la Banque Nationale ne tirait pas les éléments de sa décision des conditions économiques locales ; elle attendait ses inspirations de Paris ou de Berlin.

Cela lui a été âprement reproché par M. Vos, qui la rend responsable de la situation actuelle.

Quoi qu'il en soit, au lieu de 1 milliard en 1914, il circule 7.614.840 millions de billets, et les trois-quarts du passif exigible de la Banque sont couverts par une créance non-liquide sur l'Etat.

Telle est la situation au moment où l'on entreprend la réforme. Puisque celle-ci vise à la reprise des paiements en or, on comprend qu'après avoir déterminé le taux de convertibilité, le projet doive se préoccuper, pour que la convertibilité ne soit pas illusoire, de constituer une encaisse suffisante, en substituant une couverture liquide à la créance immobilisée sur l'Etat. Cette substitution s'opérera par la voie d'un remboursement qui oblige l'Etat à un emprunt. Enfin, l'Etat, ayant choisi la Banque comme établissement de conversion, est amené à lui imposer de nouvelles conditions, tout en renouvelant son privilège.

Nous allons donc étudier successivement :

- I. La levée du cours forcé.
 - II. Le taux de convertibilité.
 - III. La constitution de l'encaisse.
 - IV. Le montant maximum des engagements à vue.
 - V. La Banque Nationale. Son rôle et son privilège.
 - VI. Critiques sur le projet.
-

CHAPITRE I.

La levée du cours forcé.

§ 1. — *La reprise des paiements à vue.*

Le cours forcé est le signe essentiel d'un état monétaire anormal. Nous avons vu, d'autre part, qu'il est non seulement le signe mais la cause de l'instabilité monétaire.

Aussi, l'art. 2, § 1, du projet présenté aux Chambres belges, dispose ainsi :

« Est abrogé le paragraphe premier de l'article unique de l'arrêté royal du 2 août 1914, confirmé par l'art. 4, 3° de la loi du 4 août 1914, en tant qu'il dispense la Banque Nationale de Belgique, jusqu'à nouvel ordre, de l'obligation de rembourser ses billets en espèces. »

C'est la levée du cours forcé.

Mais le § 2 de l'Arrêté royal reste en vigueur ; c'est celui, on s'en souvient, qui dispose que les billets doivent être reçus comme monnaie légale par les caisses publiques et par les particuliers nonobstant toute convention contraire.

C'est le maintien du cours légal.

Les droits des porteurs de billets ne sont donc rétablis que vis-à-vis de l'institut d'émission.

§ 2. — *Régime du gold exchange standard.*

La convertibilité qu'institue le projet ne confère pas au porteur de billets le droit absolu de se faire payer en espèces. La Banque a le droit de rembourser les billets en or mais aussi en argent ou en valeurs. L'argent, dans ce cas, est évalué d'après son prix en or ; et les valeurs doivent être des valeurs appréciées sur l'étranger équivalentes à l'or. C'est le régime du gold exchange standard.

Ce régime fut instauré pour la première fois en 1895 après la découverte des mines d'or du Transvaal, sous l'influence de la baisse croissante de l'argent et sous la pression des inconvénients du papier monnaie. Il consiste dans l'établissement d'un étalon-or, non pas comme monnaie courante, mais pour servir aux relations du pays avec l'étranger. Il assure la convertibilité de la monnaie nationale à un taux fixe en or, monnaie internationale. Son effet est de stabiliser le cours du change, sans modifier la circulation intérieure.

Dès avant la guerre, dans de nombreux pays, en France et en Angleterre notamment, on se trouvait en fait sous le régime du gold exchange standard. Il y avait une dualité de circulation à l'intérieur, seule circulait la monnaie de papier ; l'or était dans les caves des banques.

La Belgique s'est ralliée à ce système en permettant à son institut d'émission le remboursement à vue à

son choix, soit en or, soit en chèque sur des places payant en or, et en lui conseillant d'user de ce deuxième moyen.

Au point de vue de la stabilisation, les résultats sont identiques, puisque le chèque remis par la Banque permet d'obtenir à vue de l'or à l'étranger et qu'en conséquence, il est accepté, pour sa valeur intégrale, dans les paiements internationaux.

D'autre part, le « gold exchange standard » présente de nombreux avantages. Au lieu de contraindre le gouvernement belge à concentrer la couverture de ses billets dans les caves de la Banque Nationale, ce système lui permet de maintenir des réserves dans les grandes places sur lesquelles les chèques seront tirés. En premier lieu, cela pourra inciter celles-ci à appuyer la réforme, ce qui sera un concours précieux. En deuxième lieu, cela économisera les frais de transport du métal, tout en évitant la difficulté de trouver et de déplacer la masse d'or nécessaire.

Enfin, et surtout, le « gold exchange standard » permet d'alléger sensiblement les charges de la réforme. Nous verrons, en effet, que la levée du cours forcé nécessite un emprunt de 150 millions de dollars que la Belgique effectuera à l'étranger. La charge des intérêts et de l'amortissement de cet emprunt rend obligatoire l'inscription annuelle de 260 millions de crédits au budget de la dette publique, crédits qui doivent être couverts par les ressources générales de l'Etat.

Mais, alors que l'or est improductif, les devises portent intérêt. Les revenus en seront remis au Trésor par la Banque Nationale. Si, d'une part, elles portent intérêt à 3 % ou 4 % et si, d'autre part, l'intérêt de l'emprunt est de 7 % ou 7 1/2 %, la charge de celui-ci en est réduite de moitié.

L'étalon or de change représente donc une économie de plus de 50 % sur l'étalon or pur et simple.

Sous la réserve de ce que le paiement pourra avoir lieu, au choix de la Banque, en or ou en valeurs or, la levée du cours forcé est absolue.

Toute personne, *sans limitation et sans justification* d'aucune sorte, a le droit d'exiger à vue, aux guichets de la Banque Nationale, de l'or ou des valeurs or en échange des billets qu'elle detient.

Et ce droit ainsi rétabli posait une question juridique. Que devenait, dans ces conditions, l'arrêté royal sur le contrôle des changes ?

§ 3. — *La liberté des changes et des mouvements de capitaux.*

En effet, la Belgique, comme la plupart des Etats dont la monnaie est dépréciée, et aussi inutilement que ceux-ci, a tenté d'empêcher l'évasion des capitaux par une législation restrictive.

La loi du 15 janvier 1923 a disposé ainsi dans son article 1^{er} :

« Jusqu'au 31 décembre 1923, le roi peut, par arrêté délibéré

en Conseil des Ministres, réglementer l'importation, l'exportation et le transit de toutes marchandises et valeurs.»

Un arrêté royal a été pris en exécution de cette loi, le 10 août 1923.

Et la loi a été prorogée d'année en année, la dernière fois en décembre dernier jusqu'au 31 décembre 1926. L'arrêté royal est donc encore en vigueur.

Cet arrêté n'autorise l'achat de devises étrangères qu'en vue du paiement des marchandises ou du matériel effectivement importés en Belgique; il interdit, en conséquence, l'achat de toute valeur constituant un placement à court ou à long terme à l'étranger.

Ce qu'il veut, c'est que ne sortent pas du territoire national des marchandises, titres, coupons ou espèces dont la contre-valeur ne ferait pas l'objet d'une entrée effective en Belgique de francs belges ou de devises étrangères, afin que l'actif national ne soit pas diminué et qu'il n'y ait pas de déficit à la Balance des Comptes.

Pour assurer l'exécution de ses prescriptions, l'arrêté organise un contrôle: il impose une autorisation du Ministre des Finances à toutes les personnes qui font le commerce du change et les astreint à la tenue d'un registre spécial, sur lequel ils sont tenus d'inscrire toutes leurs opérations.

Cette législation est-elle compatible avec la levée du cours forcé ?

Certains pensent que choses différentes sont l'obten-

tion des devises et l'usage qu'on en fait. Rien n'empêche, disent-ils, que l'on puisse obtenir à vue des devises et qu'une loi réglemente la façon dont on en pourra faire emploi. Mais la majorité de la Commission des Finances était de l'avis contraire. La levée du cours forcé doit entraîner la liberté monétaire et la possibilité du libre mouvement des capitaux.

D'ailleurs, cette législation s'est montrée inefficace et M. Janssen rappelait les termes du Rapport du deuxième comité d'experts pour l'Allemagne qu'il signa à Paris le 9 avril 1924 avec MM. Mac Kenna, Robinson, Lauren-Atthalin et Alberti, et où il était dit :

« L'insuccès des procédés, tant anciens que nouveaux, employés pour arrêter l'évasion des capitaux, prouve que, lorsqu'il y a une prime aussi forte à la réussite de l'évasion, la législation restrictive est, en fin de compte, inefficace. Aucune des dispositions de la loi, aucune des sanctions rigoureuses prévues par elle n'ont réussi, soit à empêcher l'évasion des capitaux, soit à les faire découvrir dans leur refuge à l'étranger. Nous croyons que le résultat eût été le même que le gouvernement eût fait ou non de son mieux pour appliquer les lois et règlements. »

et aussi ceci :

« Les lois restrictives qui se sont, en somme, montrées impuissantes à empêcher l'exportation des capitaux deviennent superflues dès lors que disparaissent les raisons de les éluder. Les lois qui prétendraient rendre obligatoire le retour de ces capitaux, ne pourraient, d'ailleurs, que produire l'effet inverse de celui qu'on pourrait en attendre. »

Cette législation restrictive, impuissante en période de cours forcé, superflue en période de convertibilité,

et incompatible avec la liberté monétaire, doit donc disparaître.

Ce fut l'avis de la Commission des Finances; mais la question se posa de savoir s'il fallait le dire dans la loi nouvelle par un amendement.

Certains répondaient: Non. Puisque la loi du 15 janvier 1923, disaient-ils, s'est bornée à autoriser le roi à prendre des mesures utiles par un arrêté délibéré en conseil des ministres, il appartient au roi et à son gouvernement d'abroger par un arrêté les mesures qu'ils ont établies par un arrêté. Une loi est inutile.

Mais d'autres répondaient: Oui. Il faut, disaient-ils, montrer la confiance du Parlement dans la réussite de la stabilisation.

L'accord se fit sur un moyen terme. On décida d'insérer un amendement dans la loi, mais on convint de laisser, au début de la réforme, certains droits de contrôle au gouvernement, afin d'éviter des abus dans la demande des devises.

La Commission Spéciale adopta le texte suivant :

« La loi du 25 janvier 1923 est abrogée en ce qui concerne l'expropriation et l'importation des valeurs. Un arrêté royal fixera la date à laquelle cette disposition entrera en vigueur. »

En résumé, la levée du cours forcé a, pour conséquence immédiate, la reprise des paiements à vue, sans entrave d'aucune sorte, sous le régime du « gold exchange standard », et pour conséquence prochaine, le retour à la liberté des changes et au régime du libre mouvement des capitaux.

CHAPITRE II.

Le taux de convertibilité.§ 1. — *Les gold-points.*

« Le paiement des billets à vue en devises au pair de l'or, ainsi que l'achat par la Banque des mêmes devises, se feront à des taux qui ne pourront dépasser les limites des gold-points par rapport au cours de stabilisation. »

disposait le § 1 de l'art. 3 du projet primitif.

Ainsi, le gouvernement belge tenait compte de ce que la fixation de la valeur de la monnaie par rapport à l'or ne supprime pas de façon absolue les inévitables oscillations du change.

Sous un régime d'étalon-or pur et simple, les « gold points » sont les limites où il est plus avantageux, pour faire un paiement international, de se procurer du papier ou des devises que d'opérer un transport de numéraire.

Le « gold point » au-dessus du pair se rapporte à un paiement fait du territoire national à l'extérieur. Il doit être moins cher que les frais de transport et d'assurance d'une exportation d'or.

Le « gold point » au-dessous du pair correspond à un paiement fait de l'étranger en Belgique; la diminution éventuelle doit représenter une économie par rapport aux frais d'une importation de lingot.

D'après le projet primitif, le cours de stabilisation fixé par l'autorité devait déterminer le prix en francs belges de la quantité de métal précieux contenue dans les diverses monnaies au pair de l'or.

Les prix d'achat et de vente des devises évolueront nécessairement dans les limites des « gold points » autour de ces cours.

Les « gold points » étaient connus avant la guerre. Pour avoir une idée de ce qu'ils seront, on n'a qu'à les multiplier par le coefficient qui sera choisi. Celui dont parlent les gouvernants belges, est le coefficient 4.

Voici donc les résultats que l'on obtiendrait pour la Livre avec le coefficient 4 et le coefficient 5 :

Cours	COEFFICIENT 4		COEFFICIENT 5	
	Point d'entrée	Point de sortie	Point d'entrée	Point de sortie
100	99,56	100,44	99,45	100,55
105	104,56	105,44	104,45	105,55
110	109,56	110,44	109,45	110,55

On pourrait se livrer aux mêmes calculs pour le dollar.

Le projet primitif, tout en fixant le cours de stabilisation, laissait à la Banque une certaine latitude, puisqu'il lui permettait le rembourser à un taux quelconque situé dans les limites des « gold points ».

La raison en était qu'en raison même du mouvement des changes, il est nécessaire de laisser une marge autour du taux déterminé, et en deuxième lieu,

la fixation de ces limites permettait à la Banque de défendre sa réserve d'or.

Cette possibilité d'avoir, dans les limites des « gold points », des prix différents pour l'achat et pour la vente des devises, a fait l'objet de certaines critiques.

On a craint qu'elle fût la source d'une spéculation nouvelle et le désir fut exprimé que la Banque dut échanger à vue, *au même cours*, l'or contre les billets et les billets contre l'or.

Il est probable que le gouvernement donnera satisfaction à ces vœux.

§ 2. — *La détermination du taux.*

La stabilisation doit se faire à un taux tel qu'il corresponde le mieux aux conditions du moment. Telle est la vérité première que M. Keynes rappelait en 1921 dans les conseils qu'il adressait aux pays dont l'unité monétaire était dépréciée.

Dans les exemples de la pratique, diverses méthodes ont été employées. On a tenu compte de différents éléments dans des proportions variables — la moyenne des cotes du change pendant quelques années avant la conversion; l'indice du coût de la vie et celui des prix intérieurs; la situation économique générale; l'état de confiance; la situation financière, etc.

La meilleure méthode consiste à rendre légal un taux d'équivalence qui existe en fait.

Il faudrait donc pouvoir stabiliser à un taux qui, n'ayant pas subi de variations sensibles depuis un temps assez long, paraîtrait bien correspondre à la fois aux prix intérieurs et à ceux du marché international — d'une façon générale à la situation financière et économique du pays.

Or, à la date du projet, depuis quelques mois le franc belge n'avait pas subi de grandes variations. Désolidarisé du franc français, il n'a pas suivi celui-ci dans sa chute.

C'est le fruit des mesures transitoires que prit le gouvernement dès l'instant où sa résolution de procéder à la réforme monétaire fut arrêtée. Son but fut de stabiliser, d'ores et déjà, la situation économique et financière, afin de laisser aux Chambres le temps d'examiner et de voter le projet, sans que la situation s'aggravât.

Cela fut possible grâce aux concours qu'apportèrent certains grands établissements financiers de l'étranger, ceux avec lesquels avait été conclu l'accord de principe au sujet de l'emprunt dont nous parlerons plus loin en étudiant la constitution de l'encaisse. Ces établissements consentirent à la Banque Nationale, sous la garantie de l'Etat, des ouvertures de crédit. En outre, les récents emprunts en dollars n'avaient pas été entièrement dépensés et constituaient des réserves de change notables. Ces disponibilités financières permirent au gouvernement de lutter contre la

spéculation et de maintenir, depuis le mois de septembre 1925 jusqu'à l'examen du projet, le franc belge à un cours oscillant autour de 106.

On tomba donc d'accord pour fixer à un taux voisin de ce chiffre le cours de stabilisation, en tous cas à un point quelconque de la marge entre le pouvoir d'achat extérieur et le pouvoir d'achat intérieur mais pas en dehors.

§ 3. — *Quelle autorité fixera le taux ?*

Le projet, on s'en souvient, n'a pas le dessein de fixer définitivement le cours de stabilisation, c'est-à-dire, il ne veut pas procéder à une dévaluation.

Il y a, prétendent ses auteurs, une certaine incertitude sur le degré réel de la dépréciation. Le pouvoir d'achat du franc à l'intérieur demeure plus grand qu'à l'extérieur. Cette différence, il est vrai, s'atténue avec la hausse graduelle des prix sous l'influence naturelle des facteurs économiques. Il faut donc attendre qu'elle ait disparu pour connaître la dépréciation exacte.

D'autre part, nous nous rappelons que M. Janssen espère qu'un renversement de la spéculation se produira, qui permettra peut-être la revalorisation partielle du franc belge.

Aussi, le cours de stabilisation, tel qu'il sera fixé, pouvant être ultérieurement modifié, le projet aurait voulu qu'il fût déterminé par un arrêté et modifié

par le même moyen, tout au moins s'il s'agissait d'une modification dans un sens favorable.

Le § 2 de l'art. 3 du projet primitif était ainsi conçu :

« Ce cours sera fixé par un arrêté royal pris sur la proposition du Conseil des ministres, d'accord avec l'administration de la Banque. Il ne pourra être élevé qu'en vertu d'une loi. »

On faisait valoir, en faveur de ce procédé, divers arguments. En premier lieu, disait-on, une étude préalable est nécessaire. Il faut calculer les indices de prix, faire des enquêtes auprès des industriels, des commerçants, des chefs de syndicats, des coopératives, il faut examiner les répercussions économiques et sociales, toutes choses qui sont plus faciles à un ministre et à ses services compétents qu'à une assemblée parlementaire. Tout cela ne peut être sérieusement traité dans une discussion publique.

D'ailleurs, en deuxième lieu, les divergences qui apparaîtraient dans les discussions, les incertitudes publiques sur le taux éventuellement déterminé, seraient des occasions excellentes fournies aux spéculateurs.

Néanmoins, ce § de l'article 3 fut l'objet de remaniements nombreux.

Un amendement fut d'abord proposé qui était ainsi conçu : « Après consultation d'une commission composée d'industriels, de banquiers, de dirigeants de syndicats, de coopératives, de mutualités... » mais on pensa qu'une telle assemblée n'aboutirait qu'à des

discussions sans portée pratique. Il fut repoussé par la commission spéciale après que le gouvernement eut donné l'assurance qu'il consulterait ces personnalités à titre individuel.

D'autre part, l'alinéa 2 choquait certains juristes. L'accord de la Banque nécessaire pour prendre un arrêté royal paraissait subordonner un acte de pouvoir exécutif à l'autorisation de l'institut d'émission, exigence contraire aux principes essentiels du droit public. Ils proposèrent donc l'amendement suivant : « Ce cours sera fixé par un arrêté royal, délibéré en Conseils des ministres. Cette délibération aura lieu après consultation de la Banque Nationale ». Cet amendement fut adopté par la Commission — la rédaction en était orthodoxe; non seulement l'« accord » faisait place à une simple « consultation » mais les mots mêmes « sur la proposition du conseil des ministres » avaient été remplacés par la formule « délibéré en conseil des ministres », formule habituelle. En outre, on ne parlait plus de « l'administration de la Banque Nationale » mais de « la Banque Nationale » tout court, pour bien montrer qu'il s'agissait de la personne morale elle-même et non de son personnel dirigeant. Petites chicanes de mots qui font sourire lorsqu'on songe aux intérêts en jeu, mais que l'on comprend néanmoins si l'on se souvient de l'antipathie profonde que vouent à la Banque Nationale, entreprise capitaliste, propriété d'actionnaires, la

majorité socialisante de la Chambre des Représentants belge, antipathie qui s'est manifestée par d'innombrables critiques à l'occasion de la discussion de la réforme.

Des discussions presque aussi formalistes furent engagées autour du § 3 de l'art. 3, lequel disposait que le cours fixé ne pourrait être élevé qu'en vertu d'une loi. Certains voulaient qu'on le supprimât purement et simplement. D'autres, qu'on le remplaçât par ces mots : « Il (le cours fixé) ne pourra être modifié », car effectivement, et malgré l'intention primitive, nul ne prévoit la possibilité d'une modification. A ceux-ci, on a répondu que leur texte était inacceptable, car il contrariait les principes : une loi peut toujours modifier une loi. A ceux-là on dit qu'ils aboutiraient au résultat qu'ils cherchaient à éviter, car, de ce que le taux de convertibilité serait fixé par arrêté, on ne manquerait pas de déduire avec logique qu'un arrêté suffirait à le modifier, que ce soit pour l'élever ou pour l'abaisser, ce qui serait une aggravation par rapport aux dispositions primitives. Après ces arguties, la commission vota le § 3 mais avec un amendement, proposé d'ailleurs par le gouvernement : le mot « élevé » était remplacé par « modifié ».

Finalement, après tant de discussions, on décida que le taux primitif lui-même serait fixé par la loi au cours actuel.

CHAPITRE III.

La constitution de l'Encaisse.

Le bilan de la Banque Nationale de Belgique, au 3 décembre 1925, s'établissait ainsi :

Actif.

Encaisse	Or	273.863.000
	Argent	91.121.000
Portefeuille sur l'étranger .		30.223.000
Portefeuille belge		934.371.000
Avances sur fonds publics .		632.097.000
Avances à l'Etat		5.200.000.000
Bons interprovinciaux . .		480.000.000
Fonds publics. Immeubles		233.713.000

Passif.

Capital	50.000.000
Réserves	57.422.000
Billets en circulation . .	7.614.840.000
Compte courant Trésor . .	30.198.000
Compte courant particuliers	116.749.000
Divers	5.810.000

La simple vue de ce bilan fait ressortir l'insuffisance de l'encaisse liquide par rapport au chiffre des engagements à vue.

Pour assurer effectivement la convertibilité, le gouvernement résolut de rembourser jusqu'à concurrence

de 4 milliards sa dette envers la Banque qui se monte à 5.680.000.000

La politique du remboursement a été maintes fois pratiquée par les Etats dont la devise était dépréciée. Elle est logique, puisque la baisse de la monnaie provient de ce que la Banque, au lieu de consacrer ses billets à des opérations commerciales, en a consacré la majeure partie à aider l'Etat.

Après 1915, le gouvernement de la Restauration s'attacha à rembourser les emprunts consentis à l'Empereur par la Banque de France, cependant qu'à la même époque, le gouvernement anglais remboursait la Banque d'Angleterre et parvenait en 1821 à lever le cours forcé. Après la guerre de 1870, M. Thiers remboursa rapidement la Banque, qui avait fait 1.700 millions d'inflation pour prêter à l'Etat; et en 1877, la convertibilité était rétablie. Nous avons vu plus récemment M. Doumer, notre Ministre des Finances provisoire, faire un effort inutile pour faire adopter ses projets qui prévoyaient un remboursement annuel de 2 milliards à la Banque de France; et, d'ailleurs, la convention du 14 avril 1922, approuvée par une loi du 22 avril de la même année, stipulait que l'Etat rembourserait 2 milliards par an à notre institut d'émission. Ce ne furent que de bonnes intentions.

En Belgique, cette préoccupation n'est pas nouvelle. Déjà, la convention du 19 juillet 1919 entre l'Etat

belge et la Banque Nationale disposait dans son art. 3 :

« L'Etat s'engage à rembourser dans le plus court délai possible les avances faites à la Banque Nationale. »

Déjà l'exposé des motifs du projet de loi dont la Chambre des Représentants fut saisi, le 13 janvier 1920, et qui autorisait le gouvernement à contracter un emprunt de 5 milliards, prévoyait que les fonds à provenir de cet emprunt serviraient dans une notable partie « à éteindre le passif de l'Etat envers la Banque Nationale du chef des avances consenties en vue du retrait des monnaies allemandes ». On reconnaît, dans ces derniers mots, le souci d'accréditer l'explication officielle de l'inflation.

L'art. 1 de cette loi était ainsi rédigé :

« Afin d'assurer le service du Trésor et de pourvoir au remboursement d'une partie des avances faites à l'Etat par la Banque Nationale de Belgique, le gouvernement est autorisé à émettre, en une ou plusieurs fois et aux conditions qu'il déterminera, un emprunt de 5 milliards de francs. »

Et effectivement, nous avons vu qu'au 31 décembre 1925 l'Etat avait remboursé à la Banque, par versements successifs, une somme de 600 millions.

Mais, puisqu'on procédait à la réforme, le moment était venu d'opérer un important remboursement.

Puisque la dépréciation a sa cause dans l'inflation qui, faite pour l'Etat, a accru avec excès le volume de la circulation, la logique commanderait que l'Etat

remboursât la Banque Nationale en or ou devises or, et que la Banque, avec cet or, retirât les billets de la circulation. Le résultat serait la brusque déflation. Nous en avons vu les dangers. Et, d'ailleurs, comme cela ne ramènerait ni l'encaisse, ni la circulation au chiffre d'avant-guerre, la revalorisation ne se produirait pas, et les billets nés de l'inflation privée continueraient à circuler, dépréciés, sans couverture, et, par conséquent, instables.

Il faut donc laisser les billets en circulation, mais les couvrir; c'est pourquoi l'Etat a décidé de rembourser à la Banque 4 milliards.

1 milliard sera obtenu par la réévaluation de l'encaisse métallique que possède actuellement la Banque, bénéfice que celle-ci abandonnera à l'Etat.

3 milliards lui seront remboursés avec les devises que l'Etat se sera procuré par un emprunt extérieur.

Le solde de la dette sera de 1.680 millions.

La circulation sera donc garantie, jusqu'à concurrence des $\frac{4}{5}$ par des valeurs or, et pour $\frac{1}{5}$ seulement par le crédit de l'Etat. Ainsi, la valeur du billet sera, en grande partie, indépendante des vicissitudes politiques.

Le solde de la dette de l'Etat, d'ailleurs, n'est pas consolidé; il demeure remboursable.

§ 1. — *Remboursement d'un milliard.*
La réévaluation de l'actif.

Nous avons vu que l'encaisse métallique de la Banque Nationale figurait à son actif, l'or pour fr. 273.863.000, l'argent pour fr. 91.121.000, et les avoirs en or sur l'étranger pour fr. 30.223.000.

L'art. 4 du projet stipule :

« Le taux fixé en conformité de l'art. 3 sera appliqué à l'encaisse métallique de la Banque Nationale pour l'établissement de sa situation et de son bilan.

La comptabilisation en francs des avoirs à l'étranger se fera d'après la même règle. »

Actuellement, l'encaisse est portée au bilan avec sa valeur au pair légal — le respect de la légalité l'emportait sur la vérité économique. Désormais, elle sera inscrite avec la valeur réelle en francs que lui assigne le marché international.

Ceci est dans la logique du système que soutient le projet. Il n'y a rien de particulier à dire de la réévaluation de l'encaisse or et des avoirs et disponibilités or sur l'étranger. Au contraire, la réévaluation de l'encaisse argent soulève une question intéressante.

« La Banque est autorisée à réaliser l'argent compris dans son encaisse métallique, à condition d'affecter à des achats d'or le produit de cette réalisation », dit l'art 1^{er} de la nouvelle convention.

Le cours de l'argent désormais se calcule par rapport à l'or. La Belgique se rallie officiellement au

mono-métallisme; sa monnaie est rattachée seulement à l'étalon or; son encaisse d'argent n'a de valeur que par rapport à cet étalon.

La première loi monétaire date de 1832. Elle avait simplement assimilé la situation de la Belgique à celle de la France. Elle demeura sans modification jusqu'en 1847. A cette époque, la circulation fiduciaire n'était que de 29 à 30 millions; circulaient surtout des pièces d'or et plus encore les écus d'argent. Mais en 1850, se produit un événement important de l'histoire monétaire — on découvre et on exploite les mines d'or de l'Australie; la quantité d'or augmentant brusquement, sa valeur décline; l'argent fait prime, et Frère-Orban est amené à faire établir, par la loi, le mono-métallisme argent. Mais une loi ne suffit pas à changer le marché monétaire. L'or français circule en Belgique et s'échange contre des écus d'argent; la mauvaise monnaie chasse la bonne. On revient au bi-métallisme. Cela ne change rien. En France, en Italie, en Belgique même, on a intérêt à retirer de la circulation et à fondre la monnaie d'argent, puisque sa valeur réelle est supérieure à sa valeur nominale. Aussi, un accord fut conclu entre les gouvernements intéressés. En 1865, à la conférence de Paris, l'Union Latine était fondée. La Belgique avait défendu le mono-métallisme or, mais à la demande de la France, le bi-métallisme avait été adopté. Quand en 1885 l'Union Latine arriva à l'ex-

piration de la période fixée pour sa durée, elle manqua de ne pas être renouvelée. La Banque de France avait, à cette époque, une encaisse d'argent d'environ 1 milliard composée en majeure partie d'écus belges et italiens. La France exigeait une clause de liquidation. M. Bernaerd, représentant de la Belgique, refusa, envisageant, plutôt que d'accepter, l'éventualité d'une rupture. Le Parlement le soutenait — on négocia. Il fut convenu que 400 millions d'argent belge seraient remboursés à la France en or ou en traites sur Paris et 400 millions par la voie normale du commerce. Et la Belgique resta dans l'Union Latine; elle y avait grand intérêt à cette époque, car la liquidation eût été fort pénible.

Aujourd'hui, tout est changé. Les pays contractants, sauf la Suisse, n'ont plus en circulation que des monnaies dépréciées. La France et l'Italie n'ont aucun intérêt à renvoyer les pièces d'argent, dont la valeur réelle est plus grande que la valeur nominale. Si elle les renvoyait, cela ne gênerait nullement la Belgique; au contraire. Quant à la Suisse, elle possède environ 6 millions d'écus d'argent belges qu'il faudrait reprendre au pair de l'or, la Suisse ayant conservé une monnaie saine; mais un accord a été conclu avec elle qui règle cette question.

Dès lors, pourquoi maintenir l'Union Latine et le bi-métallisme? Il est impossible que les différents pays contractants reviennent à une monnaie uniforme.

Voici quels étaient les cours à Londres, en décembre 1925, des devises des anciens pays contractants :

Franc belge	106,98
Franc français . . .	130,91
Lire	120,72
Franc suisse	25,94
Devise grecque . . .	335,505

C'est pourquoi, le 24 décembre 1925, la Belgique dénonça l'Union Latine et se rallia officiellement au mono-métallisme or.

En fait, depuis la suspension de la frappe des écus de fr. 5 en argent, le système monétaire de l'Union Latine n'est plus bi-métalliste. L'argent n'est plus qu'un assignat métallique.

En droit, le projet de réforme monétaire ne modifiait pas les bases légales sur lesquelles repose l'Union Latine. La définition légale du franc est maintenue; aucune pièce d'argent ou d'or n'est démonétisée.

Mais le Gouvernement belge a voulu mettre en harmonie le droit avec le fait; il a voulu surtout sortir d'une Union où il n'avait plus aucun intérêt à demeurer. Il a eu pour but principal de séparer l'union économique belgo-luxembourgeoise, qui allait retourner à une situation monétaire saine, des pays à monnaie dépréciée, et principalement de la France, en rompant le pacte monétaire qui la liait.

Quels sont les résultats que donnera approxima-

vement la réévaluation? On peut en avoir une idée en multipliant les chiffres du bilan actuel par le coefficient 4, lequel se rapproche assez sensiblement du coefficient définitif qui sera fixé par la loi monétaire.

On obtient ainsi :

	Actuellement	Après réévaluation
Or	273.863.000	1.095.452.000
Argent	30.000.000	120.000.000
(produit présumé en or de la réalisation de l'argent)		
Avoir or à l'étranger .	30.223.000	120.892.000
	334.086.000	1.366.344.000

Ce qui fait ressortir environ une plus-value d'un milliard.

Comme il n'y avait aucune raison de faire ce cadeau à la Banque, l'art. 2 de la Convention nouvelle, passée le 2 novembre 1925 entre l'Etat et la Banque Nationale, dispose ainsi :

« L'accroissement d'actif à résulter de la réévaluation de l'encaisse métallique sera abandonné par la Banque à l'Etat, déduction faite toutefois de tous impôts ou prélèvements quelconques au profit de l'Etat qui pourraient être perçus à l'occasion de la réévaluation des immeubles et de l'incorporation de ceux-ci et de la réserve au capital social. L'Etat utilisera la somme ainsi mise à sa disposition pour rembourser à la Banque un montant correspondant des bons conformément à la loi du 24 octobre 1919 en représentation des avances faites à l'Etat pour le retrait des monnaies allemandes. »

Ainsi, le mécanisme est simple. Cette plus-value d'un milliard, résultant de la réévaluation de l'encaisse métallique et des avoirs sur l'étranger, est abandonnée par la Banque à l'Etat, qui, consacrant cette somme au remboursement partiel de sa dette, reçoit de la Banque jusqu'à dû concurrence les Bons de Trésor qui en constituaient la contre-partie.

Par ce simple jeu, la Banque se trouvera avoir 1.335 millions environ à porter à son encaisse et la dette de l'Etat sera diminué d'un milliard.

Il est certain que cela est plutôt un stratagème qu'un procédé; et si l'encaisse ne devrait être augmentée que par des jeux d'écriture, la stabilisation paraîtrait compromise.

Mais, à côté de ce remboursement fictif, l'Etat va faire à la Banque un remboursement plus important et réel.

§ 2. — *Remboursement de 3 milliards*
(*l'emprunt extérieur*).

Le but de l'Etat en remboursant la Banque est à la fois d'assurer la liquidité de la couverture et de rendre indépendant de son crédit, celui du billet, en substituant des devises or à une créance immobilisée.

Pour rembourser, il faut avoir des disponibilités; pour s'en procurer, il faut emprunter. L'Etat décida d'emprunter.

Mais la question se posait de savoir s'il fallait

recourir à un emprunt intérieur ou à un emprunt extérieur.

L'emprunt intérieur eût été moins onéreux, car le service de ses arrérages se serait fait en francs belges papier; mais il n'aurait pas atteint le but que l'on vise — il n'aurait pas fourni des devises or, il n'aurait fourni que des billets. Les billets, remboursés à la Banque, n'auraient pas constitué une couverture; mais cette opération aurait tout simplement provoqué une déflation brusque avec toutes ses conséquences. D'autre part, il faut réserver l'emprunt intérieur pour la consolidation de la dette flottante, opération nécessaire et réalisable par ce moyen sans provoquer de déflation, car ce ne sont pas des billets dans ce cas qui sont en définitive apportés par les prêteurs, mais des bons à court terme qui ne constituent pas un élément de la circulation.

Aussi, l'art. 1^{er} du projet fait choix de l'emprunt extérieur.

ARTICLE 1.

« Le gouvernement est autorisé à contracter à l'étranger aux conditions qu'il déterminera un ou plusieurs emprunts pour un montant total effectif n'excédant pas 150 millions de dollars ou leur équivalent et dont le produit sera exclusivement affecté :

1° Au remboursement du bon du Trésor, au capital de 480 millions de francs, représentant une partie de l'ancienne dette interprovinciale et reposant dans le portefeuille de la Banque Nationale de Belgique.

2° D'une partie des bons du Trésor délivrés à cette institution en vertu de l'art. 12 de la loi du 24 octobre 1919.

Les exemptions d'impôts autorisées par la loi du 12 avril 1924 pourront être étendues aux titres de ces emprunts.

Le service de l'intérêt et de l'amortissement sera assuré au moyen de crédits inscrits chaque année au Budget de la Dette Publique et couvert par les ressources générales du Trésor. »

Le gouvernement est donc autorisé à émettre à l'étranger un emprunt de 150 millions de dollars. Il a d'ailleurs pressenti nombre de financiers importants sur les grandes places jouissant de l'étalon or, aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne; en Hollande, en Suède et en Suisse.

La destination de ces emprunts les distingue de ceux que le gouvernement est autorisé à contracter en vertu des lois budgétaires. Or à ceux-ci seuls s'applique la loi du 12 avril 1924, qui exonère les prêteurs étrangers des impôts perçus en Belgique sur les valeurs mobilières. C'est pourquoi M. Janssen a jugé nécessaire d'insérer dans l'art. 1^{er} le paragraphe 4 afin d'étendre à l'emprunt d'assainissement ce bénéfice.

Les prêteurs trouveront dans la loi, base du contrat qu'ils passeront avec l'Etat, la garantie du service régulier et intégral de l'intérêt et des amortissements. Car il y aura des intérêts et des amortissements à payer; et ceci est le point noir du tableau.

A une dette intérieure qui, en majeure partie, était gratuite (celle de l'Etat envers la Banque) le projet substitue une dette extérieure qui porte intérêt (celle qu'aura l'Etat envers les prêteurs étrangers).

La charge intégrale en sera inscrite au budget de la dette publique. Celle-ci, qui s'élève à 15 milliards, deviendra de 18 milliards; et du chef des arrérages, les dépenses annuelles seront augmentées de plus de 300 millions environ.

C'est là un lourd fardeau que certains appréhendent.

Mais M. Janssen répond :

D'abord il y a une compensation double et directe qui résulte :

1° De l'annulation des 480 millions d'obligations à 1 1/2 % représentant la Dette interprovinciale; et ceci permet au budget une économie annuelle de fr. 7.200.000.

2° Du produit variable des devises qu'aura procurées l'emprunt extérieur. Nous avons vu en effet en étudiant la levée du cours forcé que la Belgique ne revient pas à l'étalon or pur et simple mais au « gold exchange standard ». Ce système permet à l'Etat d'emprunter, non pas de l'or stérile mais des devises productives, d'un intérêt minime sans doute mais appréciable. Nous verrons plus loin qu'aux termes de la convention nouvelle avec la Banque d'émission, celle-ci abandonne à l'Etat le produit du stock ainsi constitué. Cette somme viendra compenser en partie les charges budgétaires de l'emprunt.

Ensuite, il y a des conséquences indirectes. Les gouvernements des pays où le cours forcé est établi,

perdent sur tous les paiements qu'ils effectuent au dehors. Ces pertes sont plus grandes que ne le sera le montant des charges de l'emprunt. « Une dépréciation de 10 points sur la livre représente une augmentation d'environ un milliard dans l'évaluation en francs de notre dette extérieure et un alourdissement correspondant du service des intérêts et de l'amortissement. Vraiment, ce serait un faux esprit d'économie que celui qui hésiterait à dépenser un franc pour en épargner 10 et même davantage », a dit M. Janssen, qui, après avoir évoqué les répercussions heureuses de l'assainissement sur l'équilibre budgétaire et sur la vie économique, conclut en disant : « Là réside une compensation indirecte, non traduisible en chiffres définis, mais dont il est permis de dire qu'elle annule le poids de l'emprunt. »

Certains ne peuvent s'empêcher d'ajouter : « si la stabilisation réussit » en songeant avec appréhension au désastre que cette charge provoquera en cas d'échec.

La commission spéciale, faisant preuve une fois de plus d'un esprit de formalisme exagéré, après avoir examiné le projet et la convention, déclara très juridiquement qu'elle ne pouvait amender une convention, qu'elle ne pouvait que l'accepter ou la rejeter, mais qu'elle serait heureuse que le gouvernement y insérât, en tête, le principe de la cession des produits de l'emprunt à la Banque Nationale.

Le gouvernement accepta, et modifia, le 10 février 1926, son texte primitif en y ajoutant cet article 1^{er} :

« L'Etat cédera à la Banque Nationale les valeurs sur l'étranger qu'il aura acquises à l'aide de l'emprunt prévu à l'article 1^{er} du projet de loi relatif à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilisation monétaire, contre restitution à due concurrence, des bons du Trésor visés au dit article. »

150 millions de dollars, avec le coefficient 4, représentent environ 3 milliards de francs belges. C'est ce remboursement plus sérieux qui, avec l'encaisse existante, constituera la couverture de la circulation fiduciaire.

1 milliard remboursé par le stratagème de la réévaluation de l'encaisse; 3 milliards par le moyen d'un emprunt; l'Etat restera devoir à la Banque 1.680 millions.

§ 3. — *Remboursement du solde. — 1.680 millions.*

Ce solde n'est pas consolidé. La Banque conservera les Bons du Trésor qui lui furent délivrés en vertu de l'art. 12 de la loi du 24 octobre 1919, jusqu'à concurrence du montant de ce qui lui reste dû. En effet, l'art. 1^{er} du projet de loi ne dit que l'emprunt ne remboursera qu' « *une partie des Bons du Trésor* », et l'art. 2 du projet de convention (devenu l'art. 3) qu'avec la somme provenant de la réévaluation, l'Etat remboursera « un montant correspondant » des bons émis. Le surplus restera à la Banque Nationale.

Et le projet de convention reconnaît formellement le principe de la dette de l'Etat pour le solde :

« A partir de la date où un arrangement relatif à la reprise des marks interviendra entre l'Etat belge et le Reich allemand, et en tout cas à partir du 1^{er} janvier 1930, au plus tard, la part de l'Etat dans les bénéfices de la Banque servira à amortir graduellement le solde de la dette de l'Etat envers la Banque. »

Ainsi, ce texte révèle d'abord un espoir peut-être illusoire de voir le Reich consentir un arrangement relatif à la reprise des marks.

Et cet article contient ensuite, non seulement une reconnaissance du principe de la dette, mais même une procédure de règlement — l'affectation à l'amortissement de la part de l'Etat dans les bénéfices de la Banque.

A la suite de certaines critiques dont nous aurons l'occasion de reparler, un nouveau texte fut rédigé qui ne contenait que la reconnaissance du principe et réservait entière la liberté du gouvernement pour plus tard.

Ce fut l'art. 5, § 2, du projet de convention amendé le 10 février 1926 :

« Si un arrangement relatif à la reprise des marks n'est pas intervenu dans l'entretemps, entre l'Etat belge et le Reich allemand, une convention entre le gouvernement et la Banque règlera le mode de remboursement du solde de la dette de l'Etat envers la Banque. Cette convention sera établie et soumise à la ratification des Chambres avant le 1^{er} janvier 1926. ».

La difficulté, n'étant pas actuelle, était éludée.

CHAPITRE IV.

Le montant maximum des engagements à vue

La garantie de la convertibilité réside dans un équilibre de ces deux éléments — l'encaisse et la circulation fiduciaire.

Il ne servirait de rien de constituer une encaisse si le montant des engagements à vue pouvait s'élever indéfiniment.

La convention actuellement en vigueur entre l'Etat et la Banque Nationale prévoit dans son article 34 que la proportion entre l'encaisse et les billets en circulation doit être au moins égale à $1/3$.

Le projet primitif de convention nouvelle se bornait à se référer à cette règle en y faisant une allusion dans son art. 3.

Cet article prévoyait, d'ailleurs, que dans le cas où la proportion serait abaissée, la Banque verserait au Trésor une redevance sur le montant dont l'encaisse devrait être augmentée pour rétablir la proportion disparue. Le taux en serait égal à celui de l'escompte pour les traites acceptées, sans dépasser le maximum de $5\frac{1}{2}\%$.

Cela ne parut pas une garantie suffisante à certains esprits qui manifestèrent la crainte que la Banque Nationale n'utilisât son encaisse pour étendre ses opérations d'escompte et d'avance, au moyen d'émissions supplémentaires.

Ils traduisaient cette crainte en chiffres éloquents. L'encaisse, disaient-ils, sera portée, par l'application de la loi en discussion, à une somme d'environ 4.500 millions. Le maximum que la Banque pourra atteindre sera donc 13.500 millions. Or, les engagements actuels sont d'environ 8 milliards, et ils montraient les dangers de cette inflation possible légalement.

Pour répondre à ces appréhensions, la loi qui prorogera la durée du privilège de la Banque Nationale, fixera un plafond des engagements à vue qui pourront être pris.

Et la commission spéciale, scrupuleuse, estimant qu'une limite fixée par une loi, c'était déjà bien, mais qu'une limite fixée à la fois par une loi et par un contrat, ce serait mieux, exprima le vœu qu'au projet de convention nouvelle fût ajouté par le gouvernement un article ainsi conçu :

« A défaut d'autorisation spéciale du ministre des Finances, la Banque est tenue d'avoir une encaisse or ou en devises étrangères convertibles en or, égale au tiers du montant de ses engagements à vue. »

« Le montant des engagements à vue de la Banque Nationale est fixé à un maximum qui sera déterminé par la loi prorogeant la durée du privilège de la Banque Nationale et ne pourra être modifié qu'en vertu d'une loi et moyennant l'accord de la Banque Nationale. »

Le gouvernement a accédé à ce désir; il a fait du § 1^{er} de l'article proposé par le vœu de la commission, l'art. 6 de son projet de convention, et du § 2, l'art. 7. Et il a même renforcé la garantie, en rendant néces-

saire, pour l'abaissement de la proportion, non pas seulement une autorisation spéciale du Ministre des Finances, mais un arrêté royal délibéré en Conseil des ministres.

Ainsi, le respect de la proportion du tiers est bien assuré. Cette proportion a comme facteur, non pas seulement le chiffre des billets en circulation, mais celui de tous les engagements à vue, donc billets et dépôts en comptes courants.

Enfin, le plafond fixé par la loi ne pourra être modifié que par une loi qui nécessitera l'accord du gouvernement, du Parlement et de la Banque Nationale.

On parle d'un maximum de 8 milliards, ce qui est le chiffre actuel des engagements.

Le danger d'une inflation privée semble donc écarté.

CHAPITRE V.

La Banque Nationale de Belgique Son rôle — Son privilège

Nous avons vu que l'échange des billets contre de l'or ou des devises or, serait assuré par la Banque Nationale de Belgique.

La question se posait en effet de savoir quel serait l'établissement chargé de la conversion.

Dans différents pays, aux Indes, aux Philippines, à Java, au Brésil, en République argentine, on avait

vu créer, à certains moments de crises, des caisses de conversion, qui, détentrices d'une encaisse, mais non chargées de l'émission, assuraient le remboursement des billets à un taux fixe.

L'exemple de la République argentine et des autres pays excitait l'envie — l'encaisse de leurs caisses de conversion avait pu se créer sans emprunt, donc sans charges budgétaires.

Mais les circonstances avaient été très spéciales. Dans la République argentine, notamment, la dévaluation de la piastre était rentrée dans les mœurs. La hausse entraîna les protestations du commerce et de l'industrie. Et la caisse avait été créée pour mettre obstacle à la revalorisation progressive en arrêtant l'élévation des cours. Mission bien différente de celle dont est chargée la Banque Nationale de Belgique.

Elle fut créée sans encaisse, mais il y avait surabondance d'or dans les autres Etats, qui, pour leurs achats, l'exportaient. L'Argentine connut, après 1889, une prospérité inouïe, et la situation constamment créditrice de sa balance commerciale permit, sans emprunter, la constitution rapide d'une couverture métallique. Mais la Belgique n'est pas un pays neuf; on ne peut espérer un tel afflux d'or; et pour constituer une encaisse, il faut recourir à l'emprunt.

Dès lors, qu'est une caisse de conversion? C'est un organisme chargé d'échanger à un taux fixé, les billets contre de l'or ou des devises or, et vice versa.

La Banque Nationale, avec une encaisse, pouvait servir de caisse de conversion. C'est une simple question de mots. Il est inutile de créer un établissement nouveau lorsqu'il y en a un qui est déjà organisé.

La mission des instituts d'émission a évolué. Autrefois, leur fonction dominante était de consentir des crédits. Ce rôle est actuellement surtout celui des banques privées. Et la fonction monétaire, jadis partagée, puis monopolisée, est devenue primordiale. Partout le papier circule. Le public le préfère au métal pour raison de commodité. Aux Etats-Unis l'or dort dans les caves des banques et ne circulent que des billets.

Sans doute cette fonction monétaire ne doit pas faire oublier aux instituts d'émission leur rôle de Banque des Banques dans les temps difficiles, rôle qui, bien compris, a un effet modérateur indispensable. L'émission d'un billet n'est qu'une forme de crédit; et l'institut d'émission doit surveiller celui-ci par une politique du taux de l'escompte. Si la Banque Nationale, au lieu d'attendre ses inspirations de Paris ou Berlin, avait adopté à chaque moment un taux adéquat aux circonstances économiques, il n'y aurait pas eu cette inflation privée qui naît d'un crédit sans rapport avec le développement économique. L'action de la Banque Nationale sera encore plus nécessaire dans les années qui suivront la stabilisation.

Aussi, est-il impossible actuellement de procéder à

une réforme monétaire sans que se pose la question du régime de l'institut d'émission. Nous avons vu en Autriche, en Hongrie, se créer, en vue de la réforme, des Banques d'émission nouvelles. En Pologne, la caisse des prêts territoriaux a cédé la place au moment de la création des zlotys. En Allemagne, la Reichsbank, momentanément effacée derrière la Rentenbank, a subi des transformations profondes, avant d'émettre les goldmarks.

La situation de la Belgique n'étant pas aussi mauvaise que celles de ces pays, la Banque Nationale n'était pas discréditée comme l'étaient les établissements analogues de ceux-ci. Il n'était donc besoin ni de la changer, ni même de la transformer, mais simplement de lui apporter quelques modifications indispensables.

§ 1. — *Son capital et son Conseil d'Administration.*

Pour adapter son capital à la nouvelle valeur du franc, on avait décidé qu'il serait porté de 50 à 200 millions, dont 100 auraient été attribués aux anciens actionnaires, et 50 obtenus par souscriptions nouvelles. Celles-ci auraient été offertes de préférence aux établissements d'utilité publique (Caisses d'Épargne, Crédit Commercial, Caisses d'Assurances, Hospices et Bureaux de bienfaisance, Fonds National des Mineurs, etc.).

En même temps, le Conseil d'Administration aurait

été élargi par l'adjonction de 12 nouveaux membres, dont la nomination aurait été faite par les actionnaires sur présentation des corps constitués (conseils supérieurs de l'industrie et du commerce, du travail et de l'agriculture).

Mais ces dispositions furent l'objet de vives critiques de la part de la Droite et du Centre. Cette option réservée aux établissements d'utilité publique pour l'augmentation du capital, cette présentation des administrateurs par les groupements professionnels, c'était l'intrusion de la politique dans la Banque, la marche vers l'étatisation. Le bruit courait que, grâce à cette procédure, des membres importants du parti ouvrier rentreraient au Conseil. On accusait le ministre libéral d'avoir cédé aux pressions extrémistes.

On marche vers une conciliation. L'augmentation du capital social serait obtenu uniquement par la réévaluation des immeubles et par des prélèvements opérés sur le fond de réserve actuel. Il n'y aurait pas de souscriptions nouvelles. L'Etat recevrait ainsi des titres nouveaux pour une valeur de 50 millions (les 100 autres étant attribués aux anciens actionnaires). La part de l'Etat servirait à consolider une partie de la dette flottante. Il offrirait un titre de la Banque Nationale à toute personne qui échangerait fr. 25.000 de Bons de Trésor à 6 mois contre des obligations de Dommages de Guerre à 30 ans.

D'autre part, la nomination des administrateurs

serait faite sans condition par l'ensemble des actionnaires, conformément aux anciens statuts encore en vigueur; mais le collège des censeurs comprendrait des représentants des grands intérêts nationaux.

§ 2. — *La part de l'Etat dans les bénéfices des diverses opérations.*

a) *Opérations sur l'encaisse.*

Nous avons vu précédemment que la Banque Nationale doit abandonner à l'Etat l'excédent d'actif qui résultera de la réévaluation de l'encaisse.

Nous avons vu, d'autre part, que le produit du stock de devises, empruntées par l'Etat et remises à titre de remboursement à la Banque, sera attribué au Trésor.

En effet, la règle ancienne obligeait la Banque à avoir une encaisse *métallique* au moins égale au tiers de ses engagements à vue. L'autoriser à remplacer en partie dans cette proportion l'encaisse métallique par des valeurs susceptibles de rendement, serait changer, en sa faveur, un des éléments du contrat qui régit le droit d'émission. Aussi, l'art. 4 de la convention nouvelle stipule que la Banque renoncera au profit du Trésor, non seulement aux intérêts des devises remises par l'Etat mais aussi au revenu intégral de toutes valeurs sur l'étranger qui pourraient entrer en ligne de compte pour l'établissement de la proportion statutaire d'un tiers.

La Banque retiendra seulement une commission de 1/1000 pour la couvrir de ses frais de gestion et de ses risques. Cette commission sera calculée sur le montant moyen de ces valeurs pendant un semestre, tel qu'il résultera des situations hebdomadaires publiées au « Moniteur belge ».

On a, en outre, envisagé l'hypothèse où les devises seraient l'objet de retraits importants de la part des porteurs de billets, ce qui diminuerait la somme perçue par l'Etat au titre des intérêts et accroîtrait en conséquence les charges budgétaires nées de l'emprunt. Il fut décidé que la Banque paierait dans ce cas à l'Etat une redevance de 2,25 % sur les opérations productives de son portefeuille qui auraient amené la diminution du stock de devises.

Ainsi, ni la réévaluation de l'actif, ni le remboursement obtenu par l'emprunt n'auront pour effet d'enrichir les actionnaires de la Banque. Tous les profits seront pour l'Etat, juste compensation de ses charges nouvelles.

b) Opérations de crédit.

D'autre part, le projet prévoyait que, lorsque le taux de l'escompte appliqué par la Banque Nationale dépasserait 5 1/2 % l'accroissement des bénéfices sur les opérations de crédit serait dévolu à l'Etat. Le taux actuel est de 7 %. Les journaux de toutes nuances critiquèrent le choix du taux de 5 1/2 % ; ils prétendirent que c'était là, une prime à la politique d'argent

cher et qu'en agissant ainsi, le gouvernement mettait les intérêts des actionnaires au-dessus de ceux de commerce ou de l'industrie; critique injuste, car, depuis 1913 il y a eu un resserrement important des opérations d'escompte et les bénéfices sont moyens. Ils demandaient que le taux de base fût abaissé à 3 1/2 %. Le gouvernement semble disposé à transiger en admettant qu'entre 3 1/2 % et 5 1/2 %, les bénéfices seront partagés entre la Banque et l'Etat.

c) Bénéfices généraux.

Les bénéfices seraient ainsi répartis : 6 % seraient attribués aux actionnaires ; 10 % des 94 % restant iraient à la réserve, et 10 % seraient dévolus au Conseil d'Administration, aux censeurs et au personnel. L'Etat aurait les trois-quarts du surplus, le quart allant aux actionnaires.

On calcule que les anciens actionnaires, avec trois actions nouvelles remplaçant leur action ancienne, toucheraient la même somme qu'autrefois.

La Banque, en contre-partie de ces abandons, obtient une prolongation de son privilège qui devait expirer en 1928.

Ces modifications aux statuts semblaient nécessaires pour adapter l'organisation de la Banque à la fois à la situation économique nouvelle et au rôle de premier plan qu'elle sera amenée à jouer dans la réforme monétaire.

Il convient de rappeler en outre que l'art. 24 de la loi organique reconnaît à l'Etat un droit de contrôle sur toutes les opérations de la Banque, et celui de s'opposer à toute mesure contraire aux intérêts nationaux.

Ainsi, il semble que l'intérêt général est suffisamment protégé contre les velléités égoïstes que certains partis de gauche prêtent invariablement aux dirigeants de l'institut d'émission.

CHAPITRE VI.

Critiques contre le projet

Si la levée du cours forcé n'a soulevé aucune objection et si la fixation du taux de convertibilité n'a suscité que des controverses de détail, par contre, la constitution de l'encaisse, le remboursement par l'Etat, et le rôle assigné à la Banque Nationale, ont donné prise à de graves critiques.

L'Etat ne doit rien à la Banque, a-t-on dit, et n'a donc rien à lui rembourser. Ce ne sont pas des espèces que celle-ci a remises aux porteurs de marks mais des billets de papier qui ne lui avaient coûté que les frais d'impression et n'avaient de valeur que parce que la loi avait établi le cours forcé. C'est l'argument soutenu par nombre d'économistes belges et notamment par M. Ansiaux, professeur à l'Université de Bruxelles.

Dans la séance du 9 février dernier à la Chambre des Représentants, M. Jaspar déclarait :

« Remboursement, dit Monsieur le Ministre, je ne suis pas d'accord avec lui sur ce point bien qu'il y ait beaucoup insisté. Je ne crois pas, quant à moi, à une créance de la Banque Nationale. Couverture — oui.

» Je sais que la thèse de la dette est soutenue dans les documents parlementaires, mais la Banque Nationale est mandataire; elle ne doit être indemnisée qu'à concurrence des paiements auxquels elle sera astreinte. Or, il n'est pas douteux que les paiements seront très inférieurs à la créance qu'on lui reconnaît.»

Et M. Jaspar en conclut que la couverture sera trop élevée. Il s'en félicite en pensant que la stabilité n'en sera que mieux assurée, mais il regrette qu'une charge si lourde soit imposée au budget, alors qu'une partie aurait pu en être évitée.

La couverture est exagérée; c'est la même critique que formule le professeur Schlepner.

Jamais aucun institut d'émission n'a possédé une encaisse métallique suffisante pour rembourser tous les billets émis. L'acceptation d'un billet « c'est un acte de foi réciproque » selon l'expression de M. Gide. Les porteurs ne pensent pas au remboursement lorsqu'ils reçoivent la monnaie de papier; il leur suffit de savoir que ceux avec qui ils traiteront l'accepteront comme ils l'ont accepté eux-mêmes, et d'autre part lorsqu'ils auront besoin d'or, la conversion sera possible; simple garantie morale sans résultat pratique, si ce n'est pour les seuls commerçants qui ont à effectuer des règlements à l'étranger et qui ne trouveraient pas les devises nécessaires sur le marché des changes.

Puis le professeur Schlepner démontre le mal fondé du souci de l'Etat de substituer, par le rembourse-

ment, un actif liquide à la créance immobilisée. Mal fondé, car la couverture des billets n'est jamais, en majeure partie, liquide. Une Banque d'émission est dans une situation très différente de celle des Banques de crédit commercial ou industriel. Pour celles-ci, les effets escomptés sont un actif liquide, car elles ont la possibilité de les réescompter à la Banque Nationale. Pour la Banque Nationale, au contraire, son portefeuille est un actif qui n'est pas liquide. On pourrait même ajouter qu'il est tout à fait immobilisé, car, si sans doute les effets acceptés sont à court terme et doivent donc être encaissés dans un délai bref, ils seront remplacés par d'autres ; et la somme globale des effets escomptés reste à peu près identique — elle représente le montant du crédit normal qu'exige l'économie nationale, et l'élévation du taux de l'escompte ne peut même pas l'amener à descendre au-dessous d'un certain minimum.

La circulation se fait donc normalement avec une couverture immobilisée. Les billets à émettre ultérieurement ne devront être que des crédits à court terme, basés sur des opérations commerciales réelles, mais les billets déjà émis remplacent la monnaie métallique ; ils ne seront donc jamais présentés au remboursement. Conclusion exagérée d'un raisonnement souvent juste.

Messieurs Ansiaux et Olbrechts, professeurs à l'Université de Bruxelles et auteurs d'un contre-projet, distinguent :

1° L'émission qui a pour contre-partie les crédits accordés au commerce et à l'industrie ; et pour cette partie de la circulation, l'encaisse actuelle, après réévaluation, constituerait selon eux, une couverture siffisante ;

2° L'émission opérée pour le compte de l'Etat ; et pour cela, l'Etat devrait en assurer *lui-même* la convertibilité sans faire intervenir la Banque Nationale et en en constituant lui-même la couverture métallique.

Ils critiquent également l'exagération d'une couverture constituée en une seule fois par un emprunt extérieur onéreux. Il conviendrait, d'après eux, d'en constituer une partie seulement et faible, par l'emprunt, et l'autre par des ouvertures de crédits à l'étranger. Au cas où des demandes trop nombreuses mettraient l'encaisse en péril, l'Etat obtiendrait les devises supplémentaires devenues nécessaires en utilisant ses ouvertures de crédits. Les billets retirés de la circulation par les remboursements seraient affectés à une caisse de conversion qui ne pourrait les utiliser qu'à des achats de devises, lesquelles serviraient à rembourser les débits inscrits aux comptes-courants ouverts à l'étranger. Ce procédé aurait l'avantage d'éviter les recours onéreux aux longs emprunts extérieurs et de proportionner avec exactitude les disponibilités en devises aux besoins du change.

Ce que l'Etat veut, ajoutent-ils, c'est rembourser la

Banque et non pas assurer les besoins de la défense monétaire. Les deux arguments de M. Janssen sont spécieux. M. Janssen dit qu'il veut séparer le crédit de l'Etat et le crédit du billet ; mais le remboursement de la dette n'empêchera pas que de graves événements politiques n'affectent le crédit du franc belge. Et en cas de non remboursement, des événements de peu d'ampleur ne l'auraient pas atteint. Rien n'est changé.

M. Janssen dit en outre qu'il ne veut pas que 58 % du passif exigible soit couvert par une encaisse immobilisée ; mais la non-liquidité existe déjà en majeure partie (nous avons exposé cette thèse plus haut à propos des critiques du professeur Schlepner) et elle ne fait pas obstacle à la circulation des billets. Le seul inconvénient de l'immobilisation est une diminution de la capacité de crédit de la Banque et le maintien d'un taux d'escompte élevé ; mais mieux vaut cela qu'accabler les contribuables en remboursant la Banque Nationale. Le poids d'un emprunt extérieur affaiblit la capacité d'épargne du pays, et cependant, c'est seulement l'épargne qui pourra, par la création de capitaux, faire baisser le taux de l'intérêt et réduire les appels au crédit bancaire.

Que dire alors du remboursement de l'Etat à la Banque, lorsque ce remboursement n'a même plus le prétexte de servir à constituer la couverture. Après lui avoir remis 4 milliards, le Trésor reconnaît encore

lui devoir 1.700 millions. Or, l'Etat pour le remboursement partiel, empruntera à 8 % ou 9 %. La Banque ne lui a prêté que des francs-papier, et il lui rend des francs-or.

Et cependant, le projet du Gouvernement, outre le remboursement effectif de 3 milliards, fait encore plus d'un cadeau à la Banque. En ce qui concerne la circulation fiduciaire et les engagements à vue qui ne dérivent pas des avances faites à l'Etat (2.200 millions environ), il s'agit légalement de francs-or; une dévaluation de fait des trois-quarts réduira de 1.650 millions la dette de la Banque, bénéfice sans contrepartie.

Et après ces critiques, venues d'un peu partout, on ne peut s'étonner de l'intervention de M. Jacquemotte, communiste, qui, à la séance du 9 février 1926, déclara :

« Le fait d'emprunter à l'étranger 150 millions de dollars, soit 3 milliards de francs, que l'on remettra à la Banque Nationale, démontre qu'on entend sauvegarder tous les intérêts des actionnaires de cet établissement.

» Et je ne puis que vous signaler que le ministre qui défend ces projets était hier encore directeur de la Banque Nationale et que le rapporteur général du Budget est censeur de cette même Banque. Aussi, lorsqu'on parle d'intérêt national, nous demeurons sceptiques. »

Telles étaient les critiques, à la fois générales et personnelles, auxquelles avaient à répondre les défenseurs du projet.

Il est inexact de prétendre que l'Etat ne doit rien à la Banque ; les billets sans doute ont profité du cours forcé, mais l'Etat n'a jamais eu l'idée de remettre, aux porteurs de marks, des billets belges sans valeur. La dispense de les rembourser n'était que momentanée ; sitôt levé le cours forcé, des espèces deviendront exigibles contre remise des billets. L'Etat les doit donc à la Banque.

Cette émission a été, si l'on veut, un emprunt au public par l'intermédiaire de la Banque. Le remboursement est fait au public par l'intermédiaire de la Banque, constituée mandataire par suite de la levée du cours forcé.

D'ailleurs, ce remboursement d'une somme *qui est due* est en outre nécessité par la constitution d'une couverture or. Il se peut qu'en temps normal, la circulation fiduciaire puisse n'être couverte que par une encaisse liquide faible ; le reste circule avec le soutien de la confiance. Mais, lorsque la confiance n'existe plus, il faut logiquement demander plus à l'encaisse. Ce qui importe, c'est l'opinion de l'étranger qui, en réglant le cours du change, donne au franc sa valeur. Pour rétablir la confiance disparue, élément essentiel de la circulation fiduciaire, il faut, par une encaisse importante et liquide, donner au public et à l'étranger la certitude que la convertibilité rétablie, c'est-à-dire, le paiement *à vue*, n'est pas un geste législatif sans portée, mais une réalité économique.

Dès lors, un remboursement important et immédiat doit avoir lieu ; et par la voie de l'emprunt. Le procédé des ouvertures de crédit n'est pas praticable. A long terme, il est difficile d'en obtenir de l'étranger ; à court terme, elles sont dangereuses. Et de toutes façons, il ne serait pas possible d'en trouver de suffisamment importantes.

En ce qui concerne le solde de la dette de l'Etat, dès l'instant où le principe du remboursement est admis, il n'y a pas lieu d'en limiter l'étendue. D'ailleurs, on se contente d'insérer dans la convention une reconnaissance de principe, en remettant à plus tard le souci de régler les modalités. On espère qu'entretiens, un accord interviendra avec le Reich au sujet de la reprise des marks.

Enfin, le Gouvernement estime que les conditions imposées à la Banque et qui ont été exposées dans le chapitre précédent, montrent bien que son souci a été de favoriser l'intérêt général, en se bornant à ne pas amoindrir les droits légitimes des actionnaires, dont les bénéfices — les chiffres le prouvent — sont par ailleurs modestes.

Telles sont les défenses formulées par les partisans du projet aux critiques.

Il y a du vrai dans les deux thèses. C'est M. Jaspar qui s'est le plus rapproché de la vérité en disant que la Banque Nationale ne doit être indemnisée « qu'à concurrence des paiements auxquels elles sera

astreinte » ; et nous ajoutons : et à concurrence de l'encaisse or qu'elle doit constituer en prévision de ses paiements, dans le but de rétablir une convertibilité effective.

Il est certain que, pour le surplus, l'Etat ne doit rien à la Banque, car le surplus ce n'est que du papier sans valeur propre.

Aussi, comprend-on mal les scrupules du Gouvernement lorsqu'il dit que le remboursement étant admis en principe, il n'y a pas lieu d'en limiter l'étendue, et que c'est pour cela que l'Etat se reconnaît formellement débiteur du solde de sa dette.

Il a eu beaucoup moins de scrupule lorsqu'il a décidé de rembourser à la Banque 1 milliard par le stratagème de la réévaluation de l'encaisse existante.

Il est vrai qu'en ne proclamant que le principe du remboursement sans en régler les modalités, il aura plus tard le choix entre un jeu d'écriture toujours possible et un remboursement effectif en or, qui ne se comprendra que si les nécessités de la situation monétaire l'exigent.

D'ores et déjà, ces nécessités exigeaient-elles une couverture supplémentaire de 3 milliards ? Il semble bien que le raisonnement des adversaires du projet soit un peu trop théorique et qu'il ne tienne pas un compte suffisant des réalités actuelles, c'est-à-dire, de la nécessité, non seulement de maintenir, mais de *rétablir* la confiance. L'Angleterre n'a que 32 % d'en-

caisse ? Oui, mais la confiance n'a jamais été ébranlée visà-vis de la livre sterling. D'autres pays, comme l'Autriche, ont entrepris leur réforme avec une couverture or de 25 %. Ceci semble plus convaincant. Il est vrai que la confiance revint en Autriche parce que c'était la Société des Nations qui en prenait en mains le sauvetage financier.

Mais, il ne faut pas oublier que ce qui ramène la confiance plus que l'importance de l'encaisse, c'est l'équilibre budgétaire et une saine Trésorerie, car ce sont là les deux éléments qui stabilisent le volume de la circulation fiduciaire en faisant disparaître les dangers d'une inflation nouvelle. Sans la lourde charge du service de l'emprunt, la Belgique aurait évidemment un équilibre budgétaire mieux assuré, et aurait pu réaliser des excédents de recettes, grâce auxquels sa Trésorerie aurait été assainie.

La stabilisation ne dépend pas seulement d'un mécanisme législatif habile, mais aussi de conditions générales auxquelles nous arrivons maintenant.

DEUXIÈME PARTIE

CONDITIONS DE LA STABILITÉ

Nous avons déjà dit que, pour que la stabilisation soit acquise, il faut en premier lieu, que l'inflation soit arrêtée c'est-à-dire principalement qu'il n'y ait plus d'émissions non gagées pour le compte de l'Etat, et en deuxième lieu, que l'encaisse ne soit pas diminuée, afin que l'équilibre entre la couverture or et la circulation papier, nécessaire pour assurer la convertibilité, ne soit pas rompu.

Il n'y aura pas d'émission pour le compte de l'Etat, si le budget n'est pas en déficit et si la situation de la Trésorerie est telle que les demandes de remboursement de la dette flottante n'excédant pas les souscriptions nouvelles, le Trésor ne soit pas obligé, pour rembourser les porteurs de bons, de recourir à l'inflation.

Il n'y aura conservation de l'encaisse que si la Balance des Comptes n'a pas de solde passif, car, dans le cas contraire, le déficit obligerait à une exportation d'or ou de devises or.

Nous allons donc étudier :

L'équilibre budgétaire ;

La balance des comptes,

mais, auparavant, la Dette publique, car, une partie de cette dette, la dette extérieure, est un élément à la fois du budget et de la balance des paiements.

CHAPITRE I.

La dette publique.

La Dette publique belge se repartissait ainsi au 30 septembre 1924 :

Dette consolidée . . .	18.310 millions	soit 45 %	
Dette flottante intérieure	16.630	»	} contre 55 %
Dette flottante extérieure	5.740	»	
	40.680	»	

Au 30 septembre 1925, elle s'était ainsi modifiée :

Dette consolidée	29.660 millions	soit 65 %	
Dette flottante intérieure	14.775	»	} contre 35 %
Dette flottante extérieure	1.345	»	
	45.780	»	

La première constatation qui ressort de ces chiffres est l'accroissement du montant de la dette — 5.100 millions.

Une partie de cette augmentation n'est qu'apparente — 890 millions, car, le produit des derniers emprunts émis aux Etats-Unis a permis de faire entrer dans le portefeuille de l'Etat 890 millions d'obli-

gations 6 % de l'Association Nationale des Industriels et Commerçants pour la Réparation des Dommages de Guerre.

Les causes de l'augmentation réelle — soit 4.210 millions — sont :

1° Jusqu'à concurrence de 1.200 millions, la baisse du franc belge.

2° Pour le surplus, les emprunts contractés aux Etats-Unis en 1925, soit 100 millions de dollars, et l'incorporation dans la Dette publique de la totalité des engagements vis-à-vis des Etats-Unis d'Amérique, alors qu'auparavant, la dette de guerre et les intérêts de la dette d'après-guerre n'y figuraient pas.

Mais la deuxième constatation qui ressort de ces chiffres est la meilleure répartition de la dette. Alors qu'en 1924, 45 % seulement en était consolidé, 55 % ne l'étant pas, en 1924 la dette flottante est ramenée à 35 % du total.

§ 1. — *La dette publique extérieure.*

Avant la guerre, la dette publique extérieure était négligeable; il n'y avait que l'emprunt 3 % sterling émis en 1914.

Après la guerre, elle s'élève à un total d'environ 15 milliards, aujourd'hui presque entièrement consolidé.

Envers les Pays-Bas, la Belgique, par suite de l'internement de certaines de ses troupes, a contracté

une dette qui s'élève à 46.730.000 florins, représentés par un montant égal d'obligations 5 %, amortissable en 15 ans. L'annuité normale est de 4.503.000 florins.

Envers la Grande-Bretagne, la Belgique est tenue d'une dette de 9 millions de livres sterling, qui provient d'un crédit destiné à la reconstruction et ouvert le 31 janvier 1919. Elle est représentée par un Bon de Trésor, renouvelable de 3 mois en 3 mois. L'intérêt est de 5 %; la charge annuelle, de 450.000 livres; l'amortissement, non déterminé.

Pour achats de chevaux et mulets au Canada, la Belgique doit à ce dominion 930.480 livres. Elle a remis au gouvernement canadien des obligations à 5 %, échéant le 12 mars 1929. La charge annuelle d'intérêts est de 46.524 livres.

La France lui a avancé depuis l'armistice 241.024.890 francs. Aucune disposition ne semble prise pour le règlement de cette somme. En outre, la Belgique a émis, en 1923, un emprunt de 400 millions de francs français, remboursables au pair en 15 ans à dater du 15 août 1928.

D'autre part, le gouvernement belge a obtenu de la République helvétique une ouverture de crédit de 100 millions de francs suisses.

Enfin, la majeure partie de la dette publique est due aux Etats-Unis d'Amérique.

Un emprunt 1920 7 1/2 %, un emprunt 1921 8 %, un emprunt 1924 6 1/2 %, l'emprunt Morgan janvier

1925 6 %, l'emprunt Morgan juin 1925 7 %, forment un montant total de 210 millions de dollars remboursables par annuités variables suivant les emprunts et se répartissant sur une durée de 20 à 30 ans.

La Convention de Washington du 18 août 1920 pour le remboursement des dettes de la Belgique aux Etats-Unis d'Amérique a consolidé la dette de guerre à une somme globale de 418 millions de dollars, remboursables en 62 ans par annuités dont la plus petite est de 3.340.000 dollars en 1925, et la plus forte 12.672.500 à partir de 1935.

En prenant en chiffres ronds les cours récents du change, on arrive à un total de plus de 15 milliards de francs belges.

Lourde dette, que l'emprunt d'assainissement de 150 millions de dollars portera à plus de 18 milliards, et dont la charge annuelle figurera à la fois aux dépenses du Budget et au passif de la Balance des Comptes.

§ 2. — *La Dette Publique intérieure.*

Elle se monte à un total de 31.500 millions environ. Elle comprend la dette consolidée d'avant-guerre (3.600 millions), la dette consolidée d'après-guerre, les annuités dues pour le rachat des chemins de fer, le crédit communal, les obligations du Lloyd royal belge, les titres 5 % de dommages de guerre, les avances de la Banque Nationale et la dette flottante intérieure

proprement dite. Nous avons vu que la dette flottante avait été ramenée de 16.630 millions en 1924 à 14.775 millions en 1925. De plus, dans ce total, il n'y a que 5.900 millions de bons à court terme (alors que la Grande-Bretagne en a 85 milliards et la France 92). Néanmoins, c'est un élément d'incertitude qu'il conviendrait de faire disparaître pour assurer le succès de la stabilisation.

M. Janssen semble animé des meilleures intentions. Dans l'exposé général du Budget des Recettes et Dépenses pour 1926, il a déclaré que le gouvernement devait se tracer un programme de Trésorerie défini et s'y tenir strictement; limiter les dépenses de l'Etat, ordinaires ou extraordinaires, au montant effectif des recettes, pour ne pas augmenter les charges du Trésor; cesser de demander de l'argent frais à l'emprunt intérieur et ne recourir à celui-ci que pour la consolidation de la dette flottante; ne faire appel à l'emprunt extérieur que pour éteindre la dette de l'Etat envers la Banque Nationale, ce qui est le maximum de ce que la Belgique peut encore demander à l'étranger.

On peut donc espérer que le gouvernement, dans les années qui vont suivre, n'émettra pas un montant de bons à court terme nouveaux supérieur à celui des remboursements, et qu'il affectera, une fois les dommages de guerre payés et, comme il s'y est engagé, les versements de l'Allemagne, à l'amortissement de

la dette flottante. On peut prévoir enfin, qu'au moment opportun, il lancera un emprunt intérieur de consolidation. Mais il n'a pris aucune disposition ferme à ce sujet, et il est certain que la situation de sa Trésorerie constitue pour la stabilisation un dangereux élément d'incertitude, car elle demeure ainsi à la merci d'une diminution de la confiance, ou, plus simplement, des disponibilités de chacun.

CHAPITRE II.

L'équilibre budgétaire.

« Sans monnaie stable, pas de budget en équilibre ; sans budget équilibré, impossible de réaliser la stabilisation », dit M. Janssen dans la discussion de la loi sur les Voies et Moyens pour 1926.

Et ceci est exact. L'équilibre du budget doit exister au moment de la stabilisation, pour que celle-ci soit possible ; et après la stabilisation, pour que celle-ci se maintienne.

Cet équilibre du budget, préexistant à la stabilité de la monnaie, est souvent une pierre d'échoppement pour les réformes monétaires, puisque, précisément, il ne peut exister tant que la monnaie est instable. C'est un cercle vicieux.

Avec le papier-monnaie, les recettes sont toujours en retard sur les dépenses. Entre le moment où l'on établit un impôt et celui où on le perçoit, la dépré-

ciation qui s'est produite fait que l'Etat ne reçoit plus qu'une partie de la somme sur laquelle il comptait, cependant que les dépenses augmentent — celles des arrérages de la dette extérieure et des achats administratifs.

D'où le gouvernement est contraint de recourir à une émission nouvelle; la situation s'aggrave et les données du problème sont changées.

En Autriche, en Hongrie, les gouvernements de ces pays n'ont pu sortir de ce cercle vicieux que grâce à l'appui de la Société des Nations, dont les crédits ont permis, pendant la période de stabilisation, d'équilibrer le budget sans inflation.

En Allemagne, en Pologne, il avait été créé une monnaie de compte stable, dont chaque jour l'équivalent en monnaie circulante s'obtenait par un multiplicateur variable. Cette monnaie de compte servait à calculer les chiffres du budget, dépenses, recettes, impôts.

Nous assistons en France actuellement à un échec probable de la première étape, si timidement abordée, du redressement financier. Le budget, péniblement équilibré sur le papier, et dont le vote ne fut pas acquis sans peine, donne de légitimes inquiétudes, car les chiffres en ont été calculés alors que la livre était à 125; elle est actuellement à 140; c'est un déficit probable qui se prépare.

En Belgique, M. Janssen, grâce à ses masses de

manœuvres, était arrivé à stabiliser le franc belge aux alentours de 107 dès septembre 1925, et il espérait, à la faveur de cette trêve, avoir le temps d'équilibrer son budget et de réaliser définitivement la stabilisation. Les cours les plus récents semblent compromettre le résultat de ses calculs.

Le budget fut voté dès décembre 1925.

Le principe simple qui avait présidé à son établissement était le suivant : renoncer à l'emprunt et à l'inflation pour couvrir les dépenses tant ordinaires qu'extraordinaires ; en conséquence, voter des impôts suffisants.

Condition essentielle, certes, mais d'une réalisation difficile.

Les différents budgets avaient été groupés sous trois titres : budget ordinaire, budget extraordinaire, budget des régies, donnant ensemble :

Dépenses . . .	9.104.390.000
Recettes . . .	8.328.258.000
Déficit . . .	776.132.000

Encore dans ces évaluations comprenait-on 438 millions de nouveaux impôts et 200 millions prélevés sur les recettes du Plan Dawes et virés au budget ordinaire.

Le projet paraît au déficit de 776.132 millions par trois ordres de recettes :

1° Par la rentrée des impôts arriérés des exercices 1924 et précédents, éva- luée à	555 millions
2° Par la liquidation des biens séques- trés et la réalisation des biens doma- niaux	75 millions
3° Par le remboursement partiel effec- tué par le Congo belge de sa dette envers la métropole	150 millions
	780 millions

Mais l'évaluation de la rentrée des impôts arriérés semblait exagérée; l'Allemagne protestait contre la vente des biens séquestrés et d'autre part le virement au budget ordinaire de 200 millions prélevés sur les recettes du Plan Dawes était l'objet de vives critiques. L'opération est licite, disaient les défenseurs du projet. Puisque la Belgique est assurée, par le Plan Dawes, de recevoir annuellement 400 à 500 millions, il est logique d'affecter une partie de cette somme au paiement du service des emprunts qui furent contractés à cause de la défaillance de l'Allemagne. Mais les autres répondaient que le gouvernement avait promis d'affecter les recettes du Plan Dawes d'abord au règlement des dommages de guerre, ensuite à l'amortissement de la dette flottante. Cet engagement était même inscrit sur les prospectus distribués en Amé-

rique en septembre 1924 lors de l'émission par la Belgique d'un emprunt de 30 millions de dollars. Le gouvernement fut obligé de s'incliner devant ces critiques, renforcées par une pression de la Finance Internationale; celle-là même dont le concours était indispensable pour la réalisation de l'emprunt d'assainissement.

Mais cela, joint à la revision de certains chiffres, ouvrait dans le budget un trou de près de 300 millions.

On décida d'opérer 140 millions d'économies nouvelles et de créer 140 millions d'impôts nouveaux, ce qui porte à 580 millions les recettes fiscales complémentaires.

Etait-il impossible de réduire davantage les dépenses ? En comparant les chiffres de 1926 à ceux de 1925, on constate une augmentation dont le montant s'élève à 401.987.800,95. Sont-ce donc là les économies ?

Mais on s'aperçoit que l'augmentation ne porte que sur deux postes.

D'abord sur celui du service de la Dette Publique, qui, de 2.296.415.064,20, passe à 2.734.460.487,02, soit un accroissement de 438.045.422 fr. 80, dû à la fois à l'évaluation nouvelle des dettes anciennes libellées en monnaies étrangères et majorées par suite de la dépréciation du franc; et au service des dettes nouvelles (emprunts contractés en 1925, et *charge prévue pour l'emprunt projeté de 150 millions de dollars*).

Ensuite sur le budget du Ministère de l'Industrie et du Travail, et dont les causes sont principalement la mise en application, à compter du 1^{er} janvier 1926, de lois sur les assurances, vieillesse et invalidité, et les dépenses de construction des habitations à bon marché; c'est l'influence socialiste qui s'exprime en chiffres.

Sur presque tous les autres postes, on constate des diminutions, malgré que l'indice des prix de détail soit monté de 513 à 533 et que le budget porte la charge de la dernière péréquation des traitements et de celle des pensions civiles et militaires avec effet rétroactif à partir du 1^{er} juillet 1925.

Etait-il cependant impossible de faire davantage ?

Les dépenses d'administration s'élèvent à fr. 5,40 par tête d'habitant, soit un coefficient moyen d'augmentation depuis 1914 de 7, alors que l'indice des prix de gros n'est que de 5,5. Donc, en valeur or, les dépenses administratives se sont accrues d'un milliard.

L'explication ? En 1914, il y avait 28.569 fonctionnaires d'Etat. En 1925, il y en a 46.000.

On constate le même accroissement dans les budgets de provinces ; et les organismes provinciaux n'ont à peu près aucune utilité.

De là, l'idée de réorganiser scientifiquement les services publics lancée par M. Despret, président de la Banque de Bruxelles ; de là, une campagne en faveur

d'une réforme du système des régies — la vente des monopoles. Les régies, dit-on, sont un gage apprécié des pays prêteurs. Si l'Etat continue à les gérer à perte, comme il gère les chemins de fer et le téléphone, les prêteurs demanderont des garanties et il faudra consentir une aliénation totale ou partielle ; mieux vaut les céder tout de suite à l'industrie privée.

Mais la cession des régies n'est pas prise en considération, et pour réaliser la réforme administrative qu'il faut profonde et que chacun reconnaît nécessaire, on nomme une commission « supérieure ». Elle siège depuis deux ans ; elle siège irrégulièrement ; elle n'aboutit pas ; elle n'aboutira pas ; ou bien elle émettra des vœux dont on promettra de tenir compte.

Pendant ce temps, 20.000 fonctionnaires inutiles sont enlevés à l'énergie créatrice du pays ; ils émarquent au budget.

On en fait pas d'économies sincères ; on vote de nouveaux impôts.

Pour la première tranche d'impôts nouveaux
 442 millions on attend : des droits de douanes et de
 statistique 36 millions
 Des accises, bières, tabac, taxes de
 consommation sur boissons fermentées 46 »
 Timbre et enregistrement, taxe successorale, taxe de luxe, taxe sur les

opérations de bourse	260 millions
Impôts directs	100 »
	442 »

La deuxième tranche d'impôts nouveau (ceux qui furent créés à la suite du trou creusé dans le budget par le fait que le Gouvernement renonça à y faire figurer les 200 millions du Plan Dawes), soit 138 millions, fut obtenue par la création de taxes nouvelles et la majoration des impôts existants sur les polices d'assurance, le timbre et les opérations de bourse.

Telles sont les nouvelles ressources fiscales qu'à imaginé une majorité de concentration socialistes-catholiques, où prédomine l'influence des premiers.

Ils ont appliqué avec méthode leurs doctrines ; les impôts indirects qui représentaient en 1923 54 % des recettes globales, n'en représentent plus aujourd'hui que 30 %.

Le parti ouvrier n'a fait qu'une concession sérieuse. Il a consenti à ce que la taxe de transmission (notre taxe sur le chiffre d'affaires) fût non seulement maintenue mais même majorée et étendue aux produits indigènes. Une facture est obligatoire pour les achats supérieurs à fr. 20. On attend de cet impôt 700 millions de recettes en 1926.

Par contre, les socialistes ont mené une violente attaque contre la fortune acquise en majorant de 50 % les droits successoraux ; ils sont restés cepen-

dant plus modérés que les Parlementaires français, et les droits belges majorés demeurent inférieurs de 2 ou 3 fois à nos tarifs actuels.

Mais, ce qui caractérise de façon inquiétante le nouveau régime fiscal, c'est le dégrèvement des salaires ouvriers. Le minimum imposable, qui était de fr. 3.600 en 1925 est porté en 1926 à fr. 7.200 pour un célibataire et 12.800 pour la famille type (père, mère, 2 enfants).

Le résultat est que 1.500.000 contribuables échappent à la supertaxe qui comptait 1.686.000 assujettis. Or les revenus du travail représentent 12 milliards par an, et le revenu total du pays, 32.

Les ouvriers sont exonérés d'impôts alors qu'ils versent annuellement fr. 300 à leurs syndicats.

L'impôt général sur le revenu ne sera plus payé que par 180.000 contribuables.

Qu'est devenue l'idée d'associer matériellement chacun selon ses forces à l'effort commun du relèvement ? Idée qu'exprimait le projet de M. Despret, celui de l'impôt journée — chacun, riche ou pauvre, pour stabiliser le franc eût abandonné à l'Etat le produit de 3 journées de son travail.

Là réside la grande erreur psychologique de la réforme monétaire.

Le peuple, c'est-à-dire la majorité électorale, n'a plus intérêt à la réduction des dépenses publiques dont il ne porte plus le poids. On risque de lui voir

demander à l'Etat de nouveaux sacrifices. « L'Etat, grand commanditaire des œuvres sociales », dit le Ministre des Finances. Formule dangereuse. Le Budget du Travail, nous l'avons vu, négligeant les économies nécessaires, s'est alourdi. « Budget provisoire », dit le Ministre du Travail; formule inquiétante.

Les industriels, de qui la réforme, pour réussir, exige un effort producteur, doivent faire face à un énorme supplément de charges : l'impôt sur les coupons est majoré, la redevance sur les mines est augmentée, les droits de timbre sont accrus, les complications pratiques sont grandissantes. Ils supporteront tout le poids des impôts directs dont on décharge les neuf-dixièmes des contribuables. Leur capacité productrice, ne sera-t-elle pas atteinte ?

Et que penser de l'évasion fiscale ? Lorsque M. Janssen espère équilibrer sa balance des comptes et renforcer son encaisse par le rapatriement des capitaux, ne nourrit-il pas des chimères ? L'excès des impôts maintiendra les fortunes en exil.

Tout cela est très grave pour le succès de la réforme. On l'a dit, « en matière économique, la loi de la majorité est fausse ». La confiance financière diffère de la confiance politique. C'est une majorité qui élit, mais, c'est une minorité qui paie.

Et cette minorité n'a pas confiance, car, il n'y a ni équité dans les dépenses, ni équité dans les ressources.

Dépenses non équitables toutes celles qu'une économie pourrait éviter — l'entretien de ces fonctionnaires inutiles qui ne chasse pas une réforme administrative nécessaire.

Dépenses non équitables, ou tout au moins inopportunes, celles qui gonflent le Budget du Travail, alors que, provisoirement au moins, des économies sont indispensables en vue de la stabilité du franc, plus nécessaire encore à la population ouvrière que les assurances sociales.

Dépenses inutiles, celles qui comblent le déficit du budget des monopoles, déficit qu'éviterait une meilleure gestion ou la cession à l'industrie privée.

Ressources inéquitables, celles qui proviennent d'impôts dont la charge intégrale ne pèse que sur quelques épaules, sur celles de ceux-là même qui ne profitent pas des dépenses nouvelles.

La minorité, qui paie les frais de la réforme, n'a pas confiance.

Et que pensera l'étranger ?

Sans doute les socialistes n'ont osé instituer ni l'impôt sur le capital, ni un étroit contrôle du marché des devises; ils n'ont pas créé de carnets de coupons; ils ont reculé devant l'inquisition. Ils se sont inclinés devant la nécessité de procurer au budget des ressources immédiates, sans nouvelles modalités de perception, sans création d'impôts nouveaux.

Mais les recettes, comme les dépenses, portent l'em-

preinte d'un esprit de démagogie peu conciliable avec le bon sens financier.

« L'équilibre budgétaire pour 1926 ne tient qu'à un fil », disait un député belge à la séance du 10 février 1926.

Et qu'en pensera l'étranger ?

La réforme belge pêche par la base.

CHAPITRE III.

La Balance des Comptes.

Pour certains, le déficit de la Balance des Comptes est la cause unique de la dépréciation monétaire. C'est une opinion erronée.

La Balance des Comptes déficitaire était pour Ricardo la conséquence et non la cause de la dépréciation, car il pensait qu'un pays ne peut être indéfiniment débiteur de l'étranger et qu'un déficit, qui ne peut être que passager, ne peut expliquer une longue dépréciation. Ce qui est vrai c'est qu'en régime de papier-monnaie, le solde passif est au moins l'occasion de la dépréciation de la monnaie, car, c'est pour le solder qu'il faut se procurer de l'or.

D'ailleurs, en régime d'inflation, le déficit peut fort bien se prolonger. En effet, pourquoi théoriquement la Balance des Comptes ne peut-elle être longtemps défavorable ?

Un déficit amène une exportation de numéraire; donc, une contraction de la circulation intérieure. La conséquence en est une diminution du pouvoir d'achat des nationaux, avec, comme double effet, une diminution des importations et une baisse des prix, laquelle amène une augmentation des exportations.

Diminution des importations, augmentation des exportations — c'est le redressement de la Balance.

Mais ce mécanisme a pour fondement une contraction de la circulation. Si la contraction ne se produit pas, par suite d'une émission nouvelle, c'est la possibilité d'un déficit constant.

Quel est l'état actuel de la Balance des Comptes? Il est bien difficile de le savoir.

Il faut distinguer :

1° La Balance Commerciale, simple comparaison des importations et des exportations.

2° La Balance des Paiements, c'est-à-dire, le mouvement des capitaux, qui comprend la Balance Commerciale plus autres choses (dépenses des touristes, paiements des revenus, etc.) et qui détermine le cours du change.

3° La Balance des Comptes, qui ne coïncide pas toujours avec la précédente, car elle est la comparaison de toutes les dettes et de toutes les créances nationales, et comprend notamment les avoirs des nationaux provisoirement laissés à l'étranger — phénomènes occultes, qu'il est impossible de déterminer avec précision.

§ 1. — *La Balance Commerciale.*

Voici l'état de cette balance depuis 1913 :

Année	Cours moyen annuel du dollar	Déficit en francs papier	Déficit en francs or
1913	5	1.334.000.000	1.334.000.000
1923	19,3	3.094.000.000	931.000.000
1924	21,8	3.648.000.000	867.800.000

Ce qui est grave, c'est que, dans les importations, figure un chiffre considérable de marchandises de luxe, non-productives; et qu'en raison des accords douaniers, toute intervention législative est inutile.

Il est clair que la Balance Commerciale est déficitaire mais elle l'est moins qu'avant la guerre. Or, avant la guerre, le franc était au pair. Constatation rassurante.

§ 2. — *La Balance des Paiements.*

Il faut tenir compte de la balance du tourisme, qui résulte de la comparaison des dépenses des touristes belges à l'étranger et de celles des touristes étrangers en Belgique; de la balance des services où s'inscrivent l'apport des ouvriers belges travaillant à l'étranger; du produit de la marine marchande — frêt, droits de port et des chemins de fer en transit; des services divers (banque, bourse, commission, etc.); enfin, de la balance des revenus.

Avant la guerre, la dette extérieure de la Banque

était minime. Il n'y avait guère qu'un emprunt conclu en Angleterre en 1914, et on évaluait à un-dixième du total, la fraction des autres titres détenus par les porteurs étrangers.

Par contre, on estimait à 8 ou 9 milliards-or la créance belge en capital (titres étrangers en portefeuille et capitaux investis dans des entreprises étrangères) rapportant un revenu annuel de 300 millions.

Depuis, 1 milliard de fonds belges furent perdus en Russie; les avoirs en Europe centrale sont devenus négligeables; mais le capital belge à l'étranger s'est très vite reconstitué. Il s'élève, comme autrefois, à 8 ou 9 milliards-or, ce qui fait 300 millions de revenus, auxquels il convient d'ajouter les annuités du Plan Dawes.

Mais la dette extérieure s'est considérablement accrue. Consolidée à l'heure actuelle, on en évalue la charge annuelle à 660 millions, officiellement — évaluation, semble-t-il, timide.

Tenant compte de ces divers éléments, M. Baudhuin, professeur à l'Université de Louvain, établit ainsi la Balance des paiements en francs-papier, le dollar étant coté 20 francs.

Crédit.

	Millions.
Dépenses des étrangers en Belgique	800
Frêts	400
Transit , , , , ,	390

Salaires touchés par les ouvriers belges	Millions.
à l'étranger	835
Revenus de titres étrangers	750
Prestations allemandes	500

Débit.

	Millions.
Service de la dette extérieure	500
Dette résultant des crédits consentis à la Belgique par les spéculateurs à la hausse du franc	50
Dépenses des Belges à l'étranger	405
	665

Il en résulterait un solde actif de 3 milliards. Le solde passif de la Balance Commerciale étant de 3 milliards et demi, le déficit global serait négligeable.

Il disparaît même pour faire place à un excédent, si l'on tient compte de ce fait que dans les indications officielles de la Balance Commerciale établie d'après les statistiques des douanes, le chiffre des exportations est toujours inférieur au chiffre réel, car il ne comporte pas les exportations de contrebande, particulièrement importantes aux époques de dépréciation monétaire.

Conclusion encourageante, certes, mais devant laquelle on demeure sceptique.

Certains chiffres paraissent nettement exagérés.

Alors que M. Baudhuin, par exemple, estime à 835 millions les salaires touchés par les ouvriers belges à l'étranger et rapatriés en Belgique, M. Soudan, rapporteur général, ne les évalue qu'à 300 millions. Avec les chiffres de M. Baudhuin, en admettant que 80.000 ouvriers belges rapatrient leurs salaires, cela ferait pour chacun d'eux annuellement 10.000 francs.

D'ailleurs, ces calculs optimistes sont démentis par les réalités économiques. Il y a un parallélisme constant entre les déficits de la Balance des Paiements et les emprunts contractés à l'extérieur. Le montant en sert, en effet, par l'importation de nouveaux capitaux, à redresser la Balance des comptes — au prix d'une charge annuelle qui viendra pour longtemps augmenter le passif national.

Or, chaque année, depuis la guerre, il y eut des emprunts extérieurs importants, ce qui semble bien démontrer que le déficit était réel.

Ce déficit menace la réforme, car il se résoudra, après la levée du cours forcé, en une diminution de l'encaisse. S'il se maintient, s'il s'augmente, il pourra la faire disparaître et c'en sera fait de la stabilisation.

On dit, et c'est exact, que la Balance des Paiements est actuellement faussée par l'évasion des capitaux — les Belges échangent à l'étranger leurs francs-papier contre des devises appréciés qu'ils y laissent; les Belges exportateurs de marchandises, ne rapatrient pas le produit de leur vente. C'est le résultat du manque de

confiance. Le bénéfice escompté est suffisant pour que les lois de prohibition soient inefficaces.

Une fois la stabilité assurée, la cause disparaissant, les capitaux belges rentreront de l'étranger. Bien plus, le resserrement du crédit et la hausse du taux de l'escompte feront affluer les capitaux étrangers eux-mêmes.

Mais on ne peut s'empêcher de songer à la fragilité de ce raisonnement. La stabilisation ne peut réussir que si ce mécanisme joue. Or, les capitaux ne seront rapatriés que lorsque la stabilité sera acquise. De plus, les charges fiscales considérables, nouvellement créées, ne sont pas de nature à accélérer la rentrée des capitaux, mais bien plutôt à en inciter d'autres à s'évader, évasion rendue plus facile par la levée du cours forcé et l'abrogation des mesures prohibitives.

Mais, d'ailleurs, ajoutent les défenseurs du projet, même au cas où les ventes de francs belges dépasseraient les achats, c'est-à-dire, au cas où il sortirait plus de devises qu'il n'en rentrerait, à chaque devise sortie de la Banque Nationale, correspondraient des billets qui y seraient rentrés. Il en résulterait une contraction de la circulation intérieure. Et ils reproduisent la théorie que nous exprimons en tête de ce chapitre, et aux termes de laquelle la Balance des Comptes ne peut rester constamment déficitaire.

Mais cet équilibre ne peut être ramené, ne l'oublions pas, qu'à la condition qu'il y ait pas d'émissions nouvelles.

Il faudrait donc que le déficit ne fût pas tel qu'il absorbât rapidement l'encaisse, car il faudrait que l'équilibre eût le temps de se rétablir avant qu'il ne fût trop tard.

Le mieux est donc d'employer tous les moyens pour réduire le solde passif.

Il faut que la population sache que toute dépense injustifiée, toute importation sans nécessité, est un danger.

Il faut que l'industrie produise pour éviter que les exportations fléchissent; et c'est le moment où des charges fiscales trop lourdes risquent d'en diminuer la capacité productrice.

L'heure des restrictions a sonné, afin que les importations diminuent et que les prix intérieurs baissent, les exportations ne décroissant pas.

Il faut que la confiance renaisse, afin que cesse l'évasion des capitaux, que ceux qui sont à l'étranger soient rapatriés, et que la spéculation devienne favorable.

Et cela fait beaucoup de nécessités.

CONCLUSION.

Conséquences probables de la réforme monétaire. Sa critique.

Ainsi, l'équilibre du budget et celui de la balance des comptes sont des éléments essentiels de la stabilisation.

Aussi, se demande-t-on avec inquiétude, quelles seront les conséquences de la réforme, telle qu'elle est projetée, sur l'Economie Nationale, c'est-à-dire, sur la capacité productrice du pays.

Il ne faut pas oublier que c'est l'industrie qui alimente, non seulement la totalité des exportations de marchandises, mais une grande partie des recettes du Trésor, et que le moindre fléchissement amènera, non seulement un déficit de la Balance Commerciale, mais aussi un déficit budgétaire.

Les avis sont très partagés quant à l'ampleur et à la durée de la crise.

Les charges fiscales et sociales que l'industrie supporte sont alourdies par la réforme ou le seront. La taxe professionnelle est majorée; le sont aussi la taxe de transmission, la taxe de luxe, les droits de timbre

et d'enregistrement, les impôts sur les capitaux, la taxe sur les camions et la redevance des mines. La taxe sur les valeurs immobilières affecte les actions.

N'est-il pas à craindre que l'excès des charges fasse diminuer la matière imposable?

En même temps entre en vigueur la loi sur les assurances sociales, qui fixe à 5 % du salaire la cotisation patronale.

Impôts et œuvres sociales augmentent les formalités et en conséquence majorent les dépenses administratives.

D'autre part, quel sera l'effet de la stabilisation sur les prix?

Il semblerait que ceux-ci dussent baisser, car le commerçant n'aura plus à se prémunir contre une dépréciation éventuelle de la monnaie, en faisant payer une prime d'assurance au consommateur. Et, en effet, les exemples contemporains ont montré, pour la plupart, qu'aussitôt après la stabilisation, se produisait une baisse légère; mais ensuite, lui succède une hausse lente — les prix intérieurs s'élèvent au niveau des prix mondiaux.

Certains voient qu'en Belgique, après le retour à l'étalon or, la hausse sera très importante.

Ils raisonnent ainsi : Avant la guerre, l'écart entre les prix belges et les prix américains était 66 %; aujourd'hui il est de 84 %. La différence mesure la marge d'augmentation des prix, qui sera rapidement

franchie. Ce raisonnement est trop mathématique; il ne tient pas compte suffisant de la transformation des situations économiques et financières et des facteurs autres que la monnaie. Il est certain, néanmoins, qu'il y aura une augmentation.

Les violentes poussées de hausse qui caractérisent l'inflation à sa dernière période et portent les prix intérieurs au-dessus des prix mondiaux, épargnent les pays où l'inflation a été modérée, comme la Belgique. Il y existe en outre certains facteurs de modération — la taxation des loyers à 125 % des prix de 1914, le coefficient modéré dont est majoré le coût des transports, la réduction relative du prix des petits objets et des menus services qui n'ont pas subi une hausse égale à celle des autres articles, la diminution des charges obligatoires des entreprises. Ces facteurs continueront à jouer, mais il se produira certainement, cependant, une hausse des prix, qui réduira l'écart entre le pouvoir d'achat intérieur et le pouvoir d'achat extérieur. Ainsi disparaîtra la prime artificielle à l'exportation qui résultait de la différence entre le coût de production en francs dépréciés et le prix de vente en devises or.

Le point de vue du commerce extérieur est extrêmement important en Belgique, où 45 % de la production est destinée à être exportée. Les quatre-cinquièmes des matières premières que l'on utilise ou transforme, viennent du dehors et doivent être payées

par les exportations. Or, les statistiques d'octobre 1925 révèlent une diminution de celles des objets fabriqués et une aggravation du déficit commercial, danger qui pourra s'augmenter par les conséquences de la réforme, car il ne faut pas songer à compenser l'affaiblissement de la capacité de concurrence de l'industrie belge par une augmentation de la durée ou du rendement du travail : c'est le moment où le gouvernement socialiste dépose sur le bureau de la Chambre un projet de loi portant ratification de la Convention de Washington sur les huit heures. D'autre part, il ne faut pas espérer réduire le coût de production. La pratique de l'échelle mobile interdit tout abaissement des salaires. Avec la hausse du coût de la vie, il faut même en prévoir une augmentation. Les interventions du Ministre du Travail, les indemnités concédées aux grévistes, le fonds de crises créé pour les chômeurs, disent assez ce que sera l'attitude des pouvoirs publics.

Il est vrai que les coûts de production ainsi majorés seront consolidés, ce qui fera disparaître l'élément dangereux de l'incertitude dans les marchés à terme.

La hausse des prix de détail, hausse qui se manifeste déjà avec constance depuis plusieurs mois (de 480 en janvier 1924, leur indice est passé à 552 en décembre 1925) réduira le pouvoir d'achat des particuliers. Cela amènera une contraction du marché monétaire et une contraction du marché financier.

Une contraction du marché monétaire, car, il y aura une diminution des dépôts par suite de la diminution des disponibilités provisoires.

Une contraction des marchés financiers, par suite de la diminution de l'épargne, qui est la transformation en capital d'un excédent de revenus.

Il en résultera une augmentation du loyer de l'argent et une contraction du crédit.

Or, les crédits fournis au commerce et à l'industrie en 1924 sont en augmentation de 11,3 % sur ceux consentis en 1923, en tenant compte tant de l'escompte que des prêts sur titres et des avances en compte courant.

C'est surtout par une augmentation de leurs ressources (capital versé et réserves) que les banques belges ont accru leurs capacités de crédit. Un tel effort a des limites, et dès la fin de 1924, un léger resserrement s'est produit. Sans nul doute il va s'accroître.

En 1924, le chiffre des augmentations de capital effectuées par les sociétés industrielles était presque le double de ce qu'il fut en 1923. Les banques et les entreprises ont trouvé, sans difficultés, sur le marché l'argent frais nécessaire pour étendre leurs installations ou accroître leurs fonds de roulement. La consommation des capitaux liquides a donc été très active; la contraction du marché financier la forcera à se ralentir.

D'autre part, la Banque Nationale, responsable du

crédit du billet et de l'intégrité de l'encaisse, sera amené à élever le taux de l'escompte (dès fin novembre elle l'élevait de 5 1/2 % à 7 %) et à ressaisir le contrôle du crédit. En effet, dans les derniers temps, par suite de l'abondance des moyens de paiement, de l'obtention facile de capitaux sur le marché financier, de la pratique des dépôts et des avances sur titres, la Banque Nationale était moins maîtresse du crédit qu'autrefois.

Elle essaiera d'obtenir que les banques recourent davantage au réescompte; peut-être l'autorisera-t-on, ainsi que le proposent MM. Ansiaux et Olbrechts, à recevoir des sommes en dépôt et en compte courant à vue ou à terme, productrices ou non d'intérêt; et, d'autre part, à faire des avances sur certains titres. Cette faculté lui permettrait de reprendre le contrôle du crédit. En temps de crise, elle n'aurait qu'à offrir un intérêt de dépôt plus élevé que les banques privées; les dépôts afflueraient chez elle et il deviendrait impossible à celles-ci de faire un crédit indépendant.

De toute façon, il y aura une restriction du crédit qui réduira les moyens des entreprises, augmentera le loyer de l'argent et provoquera des liquidations forcées. Il y eut 506 faillites en 1925 contre 397 en 1924. La Bourse a enregistré par avance la crise industrielle prochaine. La moyenne générale des cours des valeurs a baissé de 24 % par rapport à 1924 et de 13 1/2 % du 1^{er} août 1925 au 1^{er} novembre; mais, alors

que la moyenne des titres à revenus variables baissait de 264,05 en 1924 à 197,67 en 1925, la moyenne des titres à revenus fixes montait de 76,25 à 88,04. Hausse des valeurs à revenus fixes, baisse des valeurs à revenus variables, c'est à la fois l'indice d'un retour à une situation plus saine et le présage d'une crise industrielle.

Il faut donc s'attendre à une diminution momentanée de la production avec, pour conséquence, une augmentation du chômage.

Les exportations vont donc baisser à la Balance commerciale.

Il faut donc que les importations diminuent aussi. Il faudra restreindre les importations de matières premières aux besoins nouveaux de l'industrie; il faudra diminuer la consommation; il faudra une discipline collective.

La politique de la Banque, en même temps qu'elle restreindra le crédit, amènera une contraction des moyens de paiement. La hausse des prix de détail diminuera le pouvoir d'achat de chacun. On peut donc espérer que la consommation se restreindra.

Mais encore faudrait-il que les salaires ne fussent pas relevés par une application automatique de l'échelle mobile et faudra-t-il que l'Etat résiste aux manifestations de ses syndicats de fonctionnaires qui ne manqueront pas de demander un nouveau réajustement des traitements, ce qui aurait pour autre inconvénient un accroissement des charges budgétaires.

Il faudrait une politique ferme et continue, qui sut résister aux revendications des partis et aux préoccupations électorales.

Il faudrait un gouvernement stable et fort.

Comment espérer cela d'un gouvernement parlementaire qui repose sur une majorité bigarrée, tirillée par des intérêts particuliers et divergents.

On ne peut s'empêcher d'être inquiet lorsqu'on voit les pouvoirs publics s'occuper de protéger les ouvriers contre la crise éventuelle et se préoccuper de maintenir le pouvoir d'achat de la population au lieu de s'efforcer d'armer la production pour sa défense.

Et tout cela n'amènera-t-il pas un fléchissement des impôts qui sera néfaste à l'équilibre budgétaire?

Le projet de M. Janssen est remarquable, mais au point de vue théorique seulement. C'est un mécanisme. C'est une danse sur la corde raide, dangereuse. Hypnotisé par l'idée d'un retour à l'or au moyen de la levée du cours forcé, il a voulu constituer une encaisse, coûte que coûte. Et cela coûte cher.

Le seul résultat certain de la réforme monétaire, c'est la substitution à une partie de la dette intérieure dont le service se faisait en francs belges dépréciés, d'une dette extérieure dont le service se fera en francs-or.

C'est un danger énorme si l'opération ne réussit pas, car une hausse d'un point du dollar entraînera une augmentation de 50 millions du montant de la dette

extérieure. C'est en tout cas une charge budgétaire annuelle de 240 millions. C'est donc l'équilibre budgétaire compromis, tout au moins pénible à réaliser, et la nécessité de lourds impôts. Lourds impôts, qui, pesant sur l'industrie, diminuent sa capacité productrice, au moment où le retour à l'or diminue sa puissance d'exportation, cependant insuffisante, puisque la Balance Commerciale était déficitaire. C'est l'aggravation du déficit.

En définitive, l'équilibre budgétaire et l'équilibre de la Balance Commerciale sont compromis par le projet de M. Janssen. Cependant, ce sont là deux conditions essentielles de la stabilité.

M. Janssen n'a-t-il pas mis la charrue avant les bœufs? N'aurait-il pas dû d'abord alléger les charges de l'Etat par des économies sérieuses, une réforme administrative profonde, et une politique anti-étatiste? Ensuite, par des impôts, élevés sans doute et également répartis, obtenir des excédents budgétaires qui auraient permis la résorption de la dette flottante. N'aurait-il pas dû, en favorisant la production et en restreignant la consommation, rechercher l'amélioration de la Balance?

La stabilité aurait été obtenue sans peine, et à ce moment-là un procédé mécanique l'aurait rendu facilement définitive.

Au lieu de cela, l'équilibre budgétaire est incertain. Aucune mesure n'est prise à l'égard de la dette flot-

tante; le danger d'une inflation éventuelle demeure.

Un déficit accentué de la Balance Commerciale est à craindre; l'encaisse est en péril.

Pour que, malgré cela, le projet réussit, il faudrait une politique nationale, qui ne fût pas une politique de parti, un effort collectif par des restrictions librement consenties afin d'amener un abaissement des importations, la possibilité d'un crédit sain par l'épargne, et une diminution du coût de production. Il faudrait un gouvernement fort et en qui tous eussent confiance pour imposer tout cela.

Et trois citations recueillies dans le compte-rendu officiel des débats parlementaires du 9 ou 10 février 1926, où l'on discuta la réforme, peuvent servir de conclusion à ces réflexions :

M. Jacquemotte, communiste, déclara :

« Mais les travailleurs n'accepteront pas votre plan qui doit nous conduire au chômage, à la misère, et à l'asservissement au capital international. »

M. Strauss, libéral :

« C'est le pays qui doit avoir confiance. Avec votre politique, il ne l'a pas. Si, dès maintenant, nous entendons du côté de l'extrême-gauche réclamer des réformes qui coûteront des centaines de millions, comment voulez-vous avoir la confiance? »

Et M. Fieullien :

« Si le système réussit, c'est le salut du pays assuré; si le projet échoue, c'est la ruine certaine. »

Depuis que ces paroles ont été prononcées, le méca-

nisme du procédé lui-même semble compromis. L'emprunt extérieur n'a pas pu être encore conclu, par suite de difficultés imprévues. Et le franc belge, stable depuis septembre 1925 autour de 107 a atteint 130, à Londres, le 6 avril dernier.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Université de Paris,
R. LAPIE.

Vu : Le Doyen,
BERTHÉLEMY.

Vu : Le Président de Thèse,
W. OUALID.

BIBLIOGRAPHIE

CH. RIST. — *La déflation en pratique*. Paris, Giard, 1924.

KEYNES. — *La Réforme monétaire*. Trad. de Paul Franck. Ed. du Sagittaire. Paris, 1924.

B. NOGARO. — *Monnaie et phénomènes monétaires contemporains*. Paris, Giard, 1924.

M. ANSIAUX et R. OLBRECHTS. — *L'Assainissement monétaire*. Bruxelles, 1926; Lamertin, éd.

Revue Economique Internationale (novembre et décembre, 1925).

Moniteur des intérêts matériels, 1925.

Revue d'Economie Politique, 1925.

Bulletin. Quotidien d'information économique (2, 3, 6, 16, 31 octobre, 12 novembre 1925, 23 janvier 1926).

Indépendance Belge, 17 décembre 1925.

Documents officiels belges:

Exposé des motifs, Chambre des Représentants, Annexe 16.

Rapport de M. Soudan. Chambre des Représentants. Annexe 157.

Amendements présentés par le gouvernement, Chambre des Représentants, Annexe 133.

Débats à la Chambre des Représentants, Compte Rendu Anal., 9 et 10 février 1926.

ANNEXE

N° 16

Chambre des Représentants

PROJET DE LOI

**relatif à l'assainissement de la circulation fiduciaire
et à la stabilisation monétaire.**

ALBERT, Roi des Belges.

A tous présents et à venir, Salut.

Sur la proposition de Notre Ministre des Finances et de l'avis de Notre Conseil des Ministres,

NOUS AVONS ARRÊTÉ ET ARRÊTONS :

Le projet de loi dont la teneur suit sera présenté en Notre nom aux Chambres Législatives par Notre Ministre des Finances :

ARTICLE PREMIER.

Le Gouvernement est autorisé à contracter à l'étranger, aux conditions qu'il déterminera, un ou plusieurs emprunts pour un montant total effectif n'excédant pas 150 millions de dollars ou leur équivalent, et dont le produit sera exclusivement affecté :

1° Au remboursement du bon du Trésor, au capital de 480 millions de francs, représentant une partie de l'ancienne Dette interprovinciale et reposant dans le portefeuille de la Banque Nationale de Belgique;

2° D'une partie des bons du Trésor délivrés à cette Institution en vertu de l'article 12 de la loi du 24 octobre 1919.

Les exemptions d'impôts autorisées par la loi du 12 avril 1924 pourront être étendues aux titres de ces emprunts.

Le service de l'intérêt et de l'amortissement sera assuré au moyen de crédits inscrits chaque année au Budget de la Dette publique et couvert par les ressources générales du Trésor.

ARTICLE 2.

Est abrogé le paragraphe premier de l'article unique de l'arrêté royal du 2 août 1914, confirmé par l'article 4, 3°, de la loi du 4 août 1914, en tant qu'il dispense la Banque Nationale de

Belgique, jusqu'à nouvel ordre, de l'obligation de rembourser ses billets en espèces.

Le paiement à vue des billets s'effectuera, au choix de la Banque, soit en métaux précieux, or et argent celui-ci évalué sur le prix de l'or, soit en valeurs-or sur l'étranger, selon les règles prévues par la présente loi.

Un arrêté royal fixera la date de la mise en vigueur des présentes dispositions.

ARTICLE 3.

Le paiement des billets à vue en devises au pair de l'or, ainsi que l'achat par la Banque des mêmes devises, se feront à des taux qui ne pourront dépasser les limites des gold-points par rapport au cours de stabilisation.

Ce cours sera fixé par un arrêté royal pris sur la proposition du Conseil des Ministres, d'accord avec l'Administration de la Banque.

Il ne pourra être élevé qu'en vertu d'une loi.

ARTICLE 4.

Le taux fixé en conformité de l'article 3 sera appliqué à l'encaisse métallique de la Banque Nationale, pour l'établissement de sa situation et de son bilan.

La comptabilisation en francs des avoirs à l'étranger se fera d'après la même règle.

ARTICLE 5.

Est approuvée la convention intervenue le 2 novembre 1925 entre le Gouvernement et la Banque Nationale de Belgique et dont let exte est annexé à la présente loi.

Cette convention sera enregistrée gratis.

ARTICLE 6.

La présente loi entrera en vigueur le jour de sa publication au *Moniteur*.

Donné à Bruxelles, le 12 novembre 1925.

ALBERT.

Le Ministre des Finances,

A. JANSSEN.

(N° 169)

CHAMBRE DES REPRESENTANTS.

SÉANCE DU 10 FÉVRIER 1926.

Projet de loi relatif à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilisation de la monnaie (1).

Amendements présentés par le Gouvernement.

ART. 5.

Remplacer la date du 16 janvier 1926 par celle du 10 février 1926.

CONVENTION.

Remplacer la Convention annexée au Document N° 133 par la suivante:

CONVENTION ENTRE L'ÉTAT ET LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE.

Entre :

Le ministre des Finances d'une part, et le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, à ce autorisé par délibération du Conseil d'administration, d'autre part,

Il a été convenu ce qui suit :

ARTICLE PREMIER.

L'Etat cédera à la Banque Nationale les valeurs sur l'étranger qu'il aura acquises à l'aide de l'emprunt prévu à l'article 1^{er} du projet de loi relatif à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilisation monétaire, contre restitution, à due concurrence, des bons du Trésor visés audit article.

(1) Projet de loi N. 16. — Rapport N. 157. — Amendements N. 13 et 161.

ARTICLE 2.

La Banque est autorisée à réaliser l'argent compris dans son

encaisse métallique, à condition d'affecter à des achats d'or le produit de cette réalisation.

ARTICLE 3.

L'accroissement d'actif à résulter de la réévaluation de l'encaisse métallique sera abandonné par la Banque à l'Etat, déduction faite toutefois de tous impôts ou prélèvements quelconques au profit de l'Etat qui pourraient être perçus à l'occasion de la réévaluation des immeubles et de l'incorporation de ceux-ci et de la réserve au capital social. L'Etat utilisera la somme ainsi mise à sa disposition pour rembourser à la Banque un montant correspondant des bons émis conformément à la loi du 24 octobre 1919, en représentation des avances faites à l'Etat pour le retrait des monnaies allemandes.

ARTICLE 4.

Le revenu du placement des valeurs sur l'étranger qui seront remises à la Banque par l'Etat est attribué au Trésor.

Au surplus, la Banque renonce, au profit de l'Etat, au revenu des valeurs sur l'étranger qui entreront en compte, conformément à l'article 34 des statuts, pour l'établissement de la proportion entre l'encaisse et les engagements à vue.

La Banque retiendra une commission de 1 pour mille par semestre sur le montant moyen des valeurs sur l'étranger, tel qu'il s'établira d'après les situations hebdomadaires publiées au *Moniteur Belge*.

Toute diminution des valeurs désignées au paragraphe premier ci-dessus qui ne sera pas compensée par une réduction du montant des engagements à vue ou un accroissement de l'encaisse-or entraînera le paiement d'une redevance à 2,25 % au profit du Trésor.

Dans le cas prévu au second alinéa dudit article 34 des statuts, c'est-à-dire lorsque l'encaisse descendra au-dessous du tiers, la Banque versera au Trésor une redevance sur le montant dont l'encaisse devrait être augmentée pour rétablir la proportion du tiers. Le taux de cette redevance sera celui de l'escompte pour les traites acceptées, sans dépasser le maximum de 3 1/2 %.

ARTICLE 5.

Si le taux appliqué à la réévaluation de l'encaisse vient à être diminué, l'Etat remettra à la Banque, à concurrence de la somme nécessaire pour combler la diminution d'actif, des bons du Trésor émis conformément à la loi du 24 octobre 1919.

Si un arrangement relatif à la reprise des marks n'est pas intervenu, dans l'entretemps, entre l'Etat belge et le Reich allemand, une convention entre le Gouvernement et la Banque réglera le mode de remboursement du solde de la dette de l'Etat envers la Banque. Cette convention sera établie et soumise à la ratification des Chambres avant le 1^{er} janvier 1930.

ARTICLE 6.

A défaut d'autorisation spéciale donnée par Arrêté royal délibéré en Conseil des Ministres, la Banque est tenue d'avoir une encaisse-or ou en devises étrangères convertibles en or égale au tiers du montant de ses engagements à vue.

ARTICLE 7.

Le montant des engagements à vue de la Banque Nationale est fixé à un maximum qui sera déterminé par la loi prorogeant la durée de la Banque Nationale, et ne pourra être modifié qu'en vertu d'une loi, et moyennant l'accord de la Banque Nationale.

ARTICLE 8.

La présente convention entrera en vigueur à partir d'une date qui sera déterminée par Arrêté royal, après consultation de la Banque Nationale.

Ainsi fait en double à Bruxelles, le 10 février 1926.

Le Gouverneur de la
Banque Nationale de Belgique,
F. HAUTAIN.

Le Ministre des Finances,
Alb. JANSSEN.

Le Secrétaire,
P. VAN ZEELAND.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION. — <i>L'instabilité monétaire</i>	5
I. — L'instabilité monétaire : ses risques et dangers	5
II. — L'instabilité monétaire : ses causes et ses remèdes	15
III. — Les différentes méthodes de retour à la stabilité : les exemples contemporains	19
Les idées de M. Keynes	21
La revaluation	23
La dévaluation	30

PREMIERE PARTIE.

Le mécanisme du projet.

La situation actuelle; cours forcé et inflation	43
CHAPITRE I. — <i>La levée du cours forcé</i>	51
§ 1. — La reprise des paiements à vue	51
§ 2. — Régime du gold exchange standard	52
§ 3. — La liberté des changes et des mouvements des capitaux	54
CHAPITRE II. — <i>Le taux de convertibilité</i>	58
§ 1. — Les gold points	58
§ 2. — La détermination du taux	60
§ 3. — Quelle autorité exerça le taux?	62
CHAPITRE III. — <i>La constitution de l'encaisse</i>	66
§ 1. — Remboursement de 1 milliard : revaluation de l'actif	70
§ 2. — Remboursement de 3 milliards : l'emprunt extérieur	75
§ 3. — Remboursement du solde 1080 millions	80

CHAPITRE IV. — <i>Le montant maximum des engagements à vue</i>	82
I. — La Banque Nationale de Belgique : son rôle, son privilège	84
§ 1. — Son capital et son Conseil d'Administration	87
§ 2. — La part de l'Etat dans les bénéfices des diverses opérations	89
Critique contre le projet	93

DEUXIEME PARTIE.

<i>Conditions de la stabilité.</i>	103
CHAPITRE I. — <i>La dette publique</i>	104
§ 1. — Dette publique extérieure	105
§ 2. — Dette publique intérieure	107
CHAPITRE II. — <i>L'équilibre budgétaire</i>	109
CHAPITRE III. — <i>La balance des comptes</i>	120
§ 1. — La balance commerciale	122
§ 2. — La balance des paiements	122
CONCLUSION : <i>Conséquences probables de la réforme monétaire : Sa critique</i>	128
BIBLIOGRAPHIE	139
ANNEXES	141
I. — Projet de la loi relatif à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilité monétaire	143
II. — Convention entre l'Etat et la Banque Nationale de Belgique	145

